

L'ÉVALUATION RATIONNELLE DES ENTREPRISES ET DES FONDS DE COMMERCE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 23 Mai 1935, à 15 heures

PAR

B. FAIN

JURY.....

} MM. VIGNES, *président.*
JAPIOT, *assesseur.*
MARCHAL, *agréé.*

LIRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(Société Anonyme)

22, rue Soufflot — PARIS (V^e)

—
1935

ERRATA

Page 56 : note 1, 9^e ligne, lire 1,08¹⁵ au lieu de 1,0815.

Page 70 : 27^e ligne, lire :

$$V = \frac{1}{2} \times \frac{30.000}{0,50} \left(1 - \frac{1}{1,05^9} \right) = \frac{213.200}{2} = 106.600 \text{ francs}$$

$$\text{au lieu de : } V = \frac{1}{2} \times \frac{30.000}{0,05} \left(- \frac{1}{1,059} \right)$$

Page 195 : 17^e ligne, lire 962.938 au lieu de 962.937.

Page 196 : 14^e ligne, lire $-\frac{4x}{100}$ au lieu de $= \frac{4x}{100}$



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

L'ÉVALUATION RATIONNELLE DES ENTREPRISES ET DES FONDS DE COMMERCE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 23 Mai 1935, à 15 heures

PAR

B. FAIN

JURY.....

} MM. VIGNES, *président*.
JAPIOT, *assesseur*.
MARCHAL, *agrégé*.

LIRAIRIE
DU

RECUEIL SIREY

(Société Anonyme)

22, rue Soufflot — PARIS (V^e)

1935



INTRODUCTION

Peu de problèmes se présentent aussi fréquemment dans la pratique commerciale et financière que celui de l'évaluation des entreprises. Il serait d'ailleurs erroné de croire que de telles évaluations soient uniquement nécessaires à l'occasion de l'achat et de la vente proprement dits des fonds de commerce et d'industrie. Tout au contraire, il existe un grand nombre d'opérations juridiques, mettant fréquemment en jeu des intérêts considérables, qui supposent une estimation préalable : fusions, partages, liquidations, successions, apports, etc.

Or, l'expérience démontre que, dans un grand nombre de cas, les intéressés se laissent guider dans ces évaluations beaucoup plus par des considérations en quelque sorte sentimentales, par des impressions plus ou moins justifiées, que par un raisonnement rigoureux.

De là bien des amères désillusions ; de là de nombreux procès portés devant les Tribunaux de commerce et souvent même devant les Tribunaux correctionnels ; de là parfois la ruine de l'acheteur trop confiant dans son coup d'œil et dans son jugement.

Ne serait-il pas plus simple, plus économique et plus sûr pour l'acquéreur de ne traiter qu'après avoir étudié, en appliquant une technique rationnelle, la valeur du fonds proposé ?

Il est vrai qu'une telle étude est particulièrement délicate, car la valeur des entreprises dépend de multiples facteurs dont certains sont difficiles à chiffrer et dont l'importance relative ne peut être reconnue qu'au moyen d'une analyse serrée.

C'est d'ailleurs en raison de sa complexité que le problème de l'évaluation des fonds de commerce, jusqu'à ces dernières années, n'avait pas reçu de solution (on ne peut en effet donner le nom de solution aux procédés purement empiriques par lesquels on a tenté parfois de remplacer le « coup d'œil » ou le « flair » de l'acheteur).

Personne n'ignore que, pour estimer correctement la valeur du moindre objet, il faut déjà posséder une longue pratique de sa production ou de son commerce, à moins qu'il ne s'agisse de produits fongibles échangés sur un large marché. Cependant, la difficulté est moins grande quand il s'agit de biens corporels comparables entre eux et dont la diffusion est assez considérable, car l'évaluation repose alors sur une base tangible. L'estimateur est en effet, dans ce cas, en mesure de s'appuyer sur des indices matériels plus ou moins précis : cet objet est bien ou mal fabriqué, il est neuf ou usé, il pourra rendre des services pendant tant d'années.

Quand on a procédé à un tel examen, il est ensuite relativement facile de calculer la valeur de l'objet ainsi expertisé en se basant sur le prix de revient ou sur le prix de vente d'objets similaires.

Mais, dans beaucoup de cas, les biens dont on cherche à établir la valeur ne sont pas directement comparables à d'autres biens : il en va ainsi, par exemple, pour des œuvres d'art, des maisons d'habitation, des propriétés d'agrément. De tels biens, en plus d'une valeur matérielle, tantôt minime (tableaux), tantôt importante (bâtiments, terrains), possèdent une valeur immatérielle, variable dans chaque cas d'espèce et, peut-on dire, variable avec chaque individu appelé à les apprécier : un collectionneur donnera une fortune pour quelque vaisselle cassée qui paraîtra sans valeur aux yeux d'un profane ; un acquéreur sera disposé à payer plus cher une maison, si sa situation, son architecture, la disposition des appartements répondent à un certain idéal qui s'est formé en lui.

Ce genre d'évaluations comporte donc un élément irréductible d'appréciation subjective. Il est d'ailleurs rare, en ces matières, que deux experts, fussent-ils parfaitement

compétents, aboutissent au même résultat, et ceci tient essentiellement au caractère optimiste ou pessimiste de l'évaluateur, à ses expériences antérieures, aux goûts qui varient sensiblement d'une personne à l'autre. Néanmoins, quand il s'agit d'évaluer des richesses matérielles, les écarts d'appréciation ne sauraient guère dépasser certaines limites relativement étroites, car, sauf dans des cas exceptionnels, les biens à expertiser peuvent être comparés à d'autres biens présentant avec eux certains caractères d'analogie : tableaux du même peintre, ayant passé en vente publique ; propriétés sises dans la même région et récemment vendues, etc.

Mais la difficulté ne va-t-elle pas devenir insurmontable quand il s'agira d'évaluer des valeurs purement immatérielles, ce qui est précisément le cas des fonds de commerce ?

Sur quoi se baser ? La valeur d'un fonds de commerce dépend d'une foule d'éléments dont l'influence et l'importance relative varient dans chaque cas d'espèce. Elle peut dépendre, par exemple, de la proximité d'un théâtre, du voisinage d'une rue passante, voire même du sourire d'une caissière. Pour établir une comparaison entre deux fonds il faudrait donc être en mesure d'analyser et de chiffrer ces éléments de valorisation, si divers et si ondoyants. Mais qui donc saurait dire pour quelle proportion interviennent dans l'activité d'une entreprise des facteurs aussi difficiles à apprécier que l'emplacement d'un magasin, l'élégance de son aménagement, la renommée d'une enseigne ou le snobisme d'une clientèle ?

En admettant même qu'on soit parvenu à déterminer, à un moment donné, les éléments impondérables de la prospérité d'une maison de commerce, la tâche qui reste à accomplir apparaît singulièrement malaisée : des observations ainsi recueillies, que déduire touchant l'avenir ?

La prospérité présente est-elle destinée à persister... ou à s'accroître... ou à diminuer... ? La clientèle restera-t-elle fidèle au nouveau propriétaire du fonds ? Tel événement prévisible sera-t-il de nature à faire prospérer l'entreprise ou, au contraire, à entraîner sa décadence et sa chute ?

Ces quelques remarques permettent d'apprécier à quel

point le problème de l'évaluation d'un fonds de commerce est complexe et l'acheteur est bien excusable qui, livré à ses seules forces et ne pouvant se référer qu'à des règles traditionnelles, empiriques et plus ou moins arbitraires, habilement sollicité par le vendeur qui lui présente son affaire sous le jour le plus favorable, paye finalement un prix nettement supérieur à la valeur réelle du fonds.

Une plaie d'argent n'est pas mortelle, certes, mais elle peut être cruelle. Dans bien des cas, l'achat du fonds absorbe une partie notable des ressources du nouveau commerçant. Si la valeur de l'entreprise a été surestimée, si son rendement reste inférieur aux prévisions, il se peut, nous l'avons constaté trop souvent, que l'acheteur ne recupère même pas l'intérêt normal des capitaux investis. D'autre part, il aura généralement signé des billets de fonds pour une valeur supérieure à ses possibilités actuelles; si donc le rendement de l'affaire ne répond pas à ses espoirs et s'il ne réalise pas des bénéfices suffisants, il peut se trouver dans l'impossibilité de faire honneur à ses engagements, être contraint de recourir à des expédients hasardeux, à des emprunts usuraires; il peut même se voir acculé à la faillite et perdre, non seulement les capitaux engagés dans l'affaire, mais encore toute sa fortune personnelle.

Il est vrai que l'acheteur trouve quelque protection dans la loi qui lui reconnaît, dans certains cas, le droit de faire annuler la vente ou du moins d'obtenir une réduction sur le prix fixé primitivement. Mais cette protection est conditionnée par tous les aléas d'une action en justice; la preuve d'une fraude ou d'une faute de la part du vendeur est souvent difficile à apporter et parfois elle n'existe pas (si, par exemple, l'affaire a périclité sous l'influence d'un événement prévisible mais postérieur à la vente).

Il peut advenir aussi que le procès intervienne trop tard, parce que la situation de l'entreprise, arrêtée dans son élan par les embarras d'argent initiaux, est devenue désespérée ou encore parce que le vendeur est insolvable et ne peut acquitter l'indemnité à laquelle les tribunaux l'ont condamné.

En tout état de cause, un procès est une source d'ennuis

et de dépenses qu'il est évidemment préférable d'éviter, même si son issue doit être favorable. Mieux vaut prévenir que guérir. Est-il donc possible de prévenir, c'est-à-dire de calculer avec une approximation suffisante pour éviter des regrets tardifs à l'acheteur, cette valeur du fonds de commerce dont nous venons de montrer le caractère incertain et complexe ?

On peut répondre, à notre avis, par l'affirmative¹.

Entendons-nous bien. La valeur calculée d'après les méthodes qui vont être décrites dans la suite de cet ouvrage ne sera jamais, ne peut pas être rigoureusement exacte. Si précis que soient les procédés de calculs employés, cette valeur reste toujours jusqu'à un certain point conjecturale, car l'achat d'un fonds de commerce est une spéculation sur l'avenir et nulle prudence humaine ne peut prévoir ni apprécier exactement toutes les éventualités que renferme l'avenir.

Sous cette réserve, on peut affirmer que les méthodes qui vont être analysées, méthodes qui ont été établies par des hommes rompus à la théorie et à la pratique des affaires, sont susceptibles de guider l'acheteur, de lui donner une idée plus précise des vérifications qu'il doit effectuer lui-même ou faire effectuer par un technicien et de lui indiquer le prix limite qu'il ne doit pas dépasser en principe s'il veut que son travail et que les capitaux qu'il engage dans l'affaire soient suffisamment rémunérés.

L'auteur espère que cet ouvrage rendra des services à ses collègues experts-comptables et aux acheteurs de fonds de commerce et il est convaincu que la vulgarisation des principes exposés aurait pour conséquence de raréfier les contestations entre acheteurs et vendeurs de fonds dont retentissent trop souvent les prétoires de nos tribunaux.

1. Sous réserve de l'entrée en jeu d'événements imprévisibles au moment de l'achat comme, par exemple, le développement d'une crise économique exceptionnellement grave.

PREMIÈRE PARTIE

Théories et Méthodes d'Évaluation

CHAPITRE PREMIER

LES ELEMENTS DU PROBLEME

1. La définition du fonds de commerce et de l'entreprise.

Il importe, au seuil de cette étude, de définir avec précision le sens que nous entendons donner, au point de vue spécial de l'évaluation, à l'expression « Fonds de commerce » et à l'expression « Entreprise ».

Dans un sens extensif, le fonds de commerce comprend l'ensemble des éléments qui concourent à l'exploitation d'une entreprise.

Ce sens extensif a été adopté par la jurisprudence et par les auteurs juridiques qui groupent sous la rubrique « Fonds de commerce », non seulement les valeurs incorporelles dont dispose l'entreprise et notamment la clientèle, mais aussi différents éléments matériels et, en particulier, les marchandises¹.

Toutefois, ainsi que le font observer MM. *Thaller* et *Percey* dans leur *Cours de Droit commercial*, la doctrine

1. Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, tome III, n° 239 : « ... Le plus souvent la vente comprend à la fois la clientèle, l'achalandage, l'enseigne, le matériel, l'installation, les marchandises en magasin, le droit au bail du lieu où s'exerce le commerce; c'est la réunion de ces éléments divers qui forme le fonds de commerce... Souvent on y ajoute les marques de fabrique ou de commerce du vendeur, les brevets d'invention exploités par lui... ses dossiers et modèles de fabrique. »

et la jurisprudence sont illogiques, car, si le vendeur du fonds vend en même temps l'immeuble où il exerçait son entreprise, elles n'estiment pas que cet immeuble fasse partie du fonds de commerce.

C'est en conformité avec ces principes que la *Chambre de Commerce de Paris* a décidé (*délibération du 2 mars 1904*) qu'un fonds de commerce pouvait comprendre : achalandage, enseigne, nom commercial, raison sociale, droit au bail, marchés à recevoir et à livrer, traités divers, brevets ou licences, marque ou jouissance, dessins et modèles de fabrique et d'art appliqués à l'industrie, créances, dettes, mobilier, matériel, marchandises, livres, correspondance.

Nous n'avons pas à discuter ici le bien-fondé de cette conception juridique. Nous nous bornerons à préciser que nous entendons donner à l'expression « Fonds de commerce » un sens beaucoup plus restreint, en n'y englobant que les seuls éléments *immatériels* de l'entreprise¹. Remarquons d'ailleurs que la pratique commerciale (notamment la pratique comptable) adopte habituellement ce sens.

Pour désigner l'ensemble des éléments matériels et immatériels qui servent à l'exercice d'un commerce ou d'une industrie, nous nous servirons du terme « Entreprise », en comprenant dans ce terme, non seulement les éléments matériels qui figurent dans les définitions précédentes, mais aussi les terrains, les immeubles et, d'une façon générale, tous les biens matériels qu'une entreprise peut utiliser.

Ainsi, dans la technique de l'évaluation, nous distinguons : la *valeur globale* de l'entreprise ; celle de ses *éléments matériels* ; et celle de ses *éléments immatériels*.

Au point de vue économique, il est en effet très important de distinguer dans une entreprise les éléments corporels et les éléments incorporels. Les uns et les autres concourent à la production, les uns et les autres sont indispensables, mais leur rôle n'est pas le même.

Les éléments corporels sont le support matériel de la

1. Sauf spécification expresse, nous emploierons donc le terme « Fonds de Commerce » pour désigner les éléments immatériels de n'importe quelle entreprise, qu'elle soit commerciale ou industrielle.

production : pour fabriquer un objet, il faut un atelier ou une usine, des matières premières, des machines, etc.; pour exercer un commerce, il faut des magasins, des bureaux, des marchandises, etc. Mais ce n'est pas tout que de produire et de présenter sa production ou celle d'autrui : encore faut-il la vendre. Or, si sous certains régimes économiques, comme celui de la corporation ou celui du monopole, la vente n'exige pas de grands efforts de la part du commerçant, il n'en va pas de même sous le régime de la libre concurrence. La multiplicité des produits similaires, le grand nombre des maisons rivales permettent au client de choisir minutieusement le bien qu'il désire et le fournisseur auquel il s'adressera, et de retirer immédiatement sa clientèle au fabricant ou au marchand dont il n'est pas satisfait.

C'est donc une tâche difficile que d'attirer la clientèle et surtout de la garder. Pour atteindre ce but, il faut que l'industriel offre des produits dont le prix de vente, fonction du prix de revient, soit aussi bas ou, si possible, plus bas que celui de ses concurrents et dont la qualité soit égale ou supérieure à celle des produits similaires offerts sur le marché — c'est une question d'organisation habile des départements de production; ou que ses services d'études lui permettent de lancer un produit nouveau garanti par un brevet; il faut encore qu'à grand renfort de publicité il fasse connaître sa production et parvienne à imposer sa marque.

De même, la clientèle d'un commerçant repose sur la confiance qu'il inspire, sur la réputation qu'il a su se créer, sur l'habileté avec laquelle il a su lancer sa maison. Ou encore, s'il s'agit d'un détaillant, la clientèle viendra parce qu'il aura su choisir un emplacement heureux pour son magasin.

Organisation industrielle, brevets, marque, nom commercial, raison sociale, emplacement, etc., tels sont les éléments d'attraction de la clientèle. Sans eux la production reste sans utilité et l'entreprise sans valeur.

L'importance de ces facteurs est donc considérable. Ils constituent l'essence même d'une entreprise, à tel point

qu'en leur absence les éléments matériels qu'elle possède perdent une grande partie de leur valeur et ne sont vendus généralement qu'à un prix bien inférieur à leur coût de remplacement. Au contraire, les éléments incorporels, le fonds de commerce, peuvent souvent se vendre séparés du reste de l'entreprise sans rien perdre de leur valeur. La raison de cette différence, c'est qu'il est presque toujours possible de se procurer sur le marché une usine, des machines ou des marchandises, tandis qu'il est toujours difficile et parfois impossible d'utiliser une usine, des machines ou des marchandises si l'on n'a pas au préalable constitué ou acquis une clientèle¹.

Au point de vue qui nous occupe, celui de l'évaluation des entreprises, c'est donc la valeur des éléments immatériels, ce que nous appelons le fonds de commerce, qui doit avant tout retenir notre attention.

2. La nature du fonds de commerce.

L'existence d'un fonds de commerce suppose donc que son propriétaire a réussi à s'attacher une clientèle². Vendre un fonds de commerce, c'est vendre les moyens d'attirer une clientèle nouvelle ou de conserver la clientèle ancienne, ce qui permettra à l'acheteur de s'assurer les bénéfices dont profitait le vendeur ; c'est donc, en dernière analyse, vendre la « renommée » de l'ancienne entreprise et les éléments qui ont servi à édifier cette renommée.

L'enseigne, le nom commercial, la raison sociale, les marques sont les signes auxquels s'attache la renommée ; l'organisation, les brevets, dessins et modèles, les procédés secrets sont les moyens de conserver à l'entreprise sa réputation. Le droit au bail constitue le support de ce qu'on pourrait appeler la renommée « immédiate », à savoir

1. Cependant, dans les périodes de guerre ou d'inflation aiguë, les éléments matériels raréfiés ou très recherchés peuvent prendre une plus-value considérable.

2. Il existe aussi des fonds de commerce « en puissance ». Par exemple, on possède un excellent emplacement où il est sûr que l'ouverture d'un magasin serait couronnée de succès.

l'attraction qu'exerce sur les acheteurs éventuels le magasin qui est sur leur passage ou à proximité de leur demeure.

Ce sont ces éléments (dont certains peuvent faire défaut dans certains cas) qui font l'objet de la vente du fonds.

Le lecteur remarquera que nous n'avons pas parlé de la clientèle ni de l'achalandage. La loi du 17 mars 1909 considère cependant la clientèle et l'achalandage comme des éléments distincts du fonds de commerce; le texte de la délibération de la Chambre de commerce de Paris reproduit plus haut cite également l'achalandage comme un des éléments du fonds; enfin la doctrine est du même sentiment (voir, par exemple, la note page 7).

D'autre part, les auteurs définissent la clientèle comme un ensemble de clients; d'après *A. Dumouchel* la clientèle est « l'ensemble des personnes en relations d'affaires avec un établissement commercial ». *G. Cendrier* indique que la clientèle est « l'ensemble des personnes connues du marchand¹ ».

Mais il est impossible de concevoir que le commerçant puisse disposer de la clientèle ainsi définie, car il ne jouit d'aucun droit de propriété sur ceux qui se fournissent chez lui et ses clients peuvent le quitter à leur gré.

On ne peut donc pas vendre une clientèle (ni, à plus forte raison, un achalandage) mais seulement, comme nous venons de le voir, les moyens de s'attirer la faveur des clients et de se rappeler à leur attention. Si ces moyens sont efficaces, la clientèle de l'ancienne entreprise s'adressera au nouveau commerçant et, dans ce sens, il est exact de dire qu'il y aura eu transfert de clientèle : mais c'est la vente seule des moyens d'action sur la clientèle qui aura réalisé ce transfert. Aussi *M. le Président Buisson* fait-il justement remarquer que la cession de la clientèle ne saurait être isolée, mais qu'elle doit être accompagnée, à tout le moins, par la cession du nom et des marques². De même, *M. L. Emelina* insiste sur l'indivisibilité pratique de la clien-

1. *A. Dumouchel, Etude juridique de la clientèle des fonds de commerce et des professions libérales*, page 29. — *G. Cendrier, Le Fonds de Commerce*, page 62.

2. *A. Buisson, Le statut légal des fonds de commerce*.

tèle, de l'achalandage et de ce qu'il appelle « les signes de ralliement » (enseigne, nom, etc.)¹.

Pour notre part, nous pensons qu'il faut aller plus loin et qu'on ne doit pas considérer la clientèle ou l'achalandage comme des éléments distincts d'un fonds de commerce, mais comme la substance même de ce fonds (au sens restreint d'éléments incorporels de l'entreprise). En d'autres termes, acheter une clientèle, un achalandage, c'est acheter le droit à la renommée de l'entreprise et aux éléments de cette renommée.

3. La clientèle et l'achalandage.

Si les notions de clientèle et d'achalandage nous paraissent secondaires, au point de vue de l'analyse des éléments du fonds, elles n'en présentent pas moins un grand intérêt en cas d'évaluation.

D'après *M. le Président Buisson*² : « La clientèle, c'est l'ensemble des personnes qui ont recours à un commerçant, soit en raison de son adresse, de son talent, de ses qualités professionnelles ou personnelles, soit à cause du renom dont jouit le produit exploité... quelle que soit la personnalité du vendeur... Les acheteurs qui entrent dans un magasin parce qu'il se trouve sur leur passage ou à proximité de leur demeure ou de leurs affaires constituent l'achalandage... ». La clientèle s'attache donc à la personne ; l'achalandage est exclusivement attaché au fonds, quel que soit l'exploitant.

C'est donc sur la notion de *confiance* dans la personne du commerçant ou dans les produits qu'il vend que repose l'idée de clientèle³, tandis que l'idée d'achalandage implique

1. L. Emelina, *Théorie générale de la clientèle* (thèse).

2. A. Buisson, *op. cit.*, page 8.

3. Le critérium adopté par Valéry : les consommateurs qui viennent avec une certaine régularité sont des clients, ceux qui viennent passagèrement sont des chalands, ne nous paraît pas devoir être retenu : une personne peut faire tous les jours, pendant des années, ses achats dans un magasin qui lui est commode parce qu'il est sis à proximité de sa maison, puis cesser définitivement d'y revenir à la suite d'un déménagement. Était-ce un client ou un chaland ?

une *aptitude du fonds* à attirer les consommateurs¹.

En fait, pour une entreprise donnée, la distinction entre la clientèle et l'achalandage n'est pas toujours nettement tranchée. Il existe peu de maisons « à clientèle » (sauf dans des cas très spéciaux, comme celui des représentants) auxquelles ne s'adressent à l'occasion des chalands et, réciproquement, les maisons « à achalandage » ont généralement aussi une véritable clientèle, formée par des chalands qui, venus au début pour leur commodité, se lient avec le patron ou le personnel et leur restent fidèles, même si un déménagement ou un changement d'emploi les éloignent du quartier.

Sous cette réserve, la distinction précédente conserve toute sa valeur et présente une réelle importance, comme on peut aisément s'en convaincre.

Dans tous les cas où la personnalité de l'exploitant est prépondérante et où la clientèle est, pour ainsi dire, fascinée par cette personnalité, il y a de fortes raisons de craindre que les clients s'éloigneront assez rapidement lorsque le fondateur de l'entreprise se sera retiré. Cette instabilité de la clientèle diminue dans la mesure où la personnalité du « patron » s'efface devant la prédominance du facteur « maison ». Enfin, dans le cas limite des entreprises qui n'ont qu'un achalandage, la personne de l'exploitant devient à peu près sans importance et le nombre des clients ne diminue pas, en principe, lors des changements de direction, pourvu que les nouveaux dirigeants déploient un minimum d'habileté et d'activité.

Puisque la valeur du fonds ou de l'entreprise dépend de la possibilité de vendre et, par conséquent, des chances qu'il y a de conserver longtemps la clientèle actuelle, la question de la permanence de cette clientèle est donc prépondérante. Faisons observer ici que cette clientèle actuelle peut être, soit réelle (entreprise en cours d'exploitation), soit virtuelle (entreprise à créer pour exploiter des brevets

1. Certains auteurs ne distinguent pas parmi les consommateurs la clientèle et l'achalandage. Pour eux tout consommateur est un client et l'achalandage n'est qu'une qualité du fonds : l'aptitude, la possibilité d'attirer le public. Voir notamment : Cendrier, *op. cit.*, page 62. — E. Courbis, *la Propriété commerciale*, page 8.

intéressants, pour utiliser un bon emplacement, etc.). Il est donc important d'examiner, dans chaque cas d'espèce, le degré de stabilité de la clientèle.

A ce point de vue, on peut classer les entreprises en différentes catégories.

4. Classification des entreprises d'après le degré de stabilité de la clientèle.

A. Entreprises possédant une clientèle établie dont la fidélité dépend principalement du caractère, des titres, de l'habileté des fondateurs ou de leurs successeurs.

Dans toute entreprise, l'influence des dirigeants sur la clientèle se manifeste dans une certaine mesure. Cependant, elle est secondaire dans tous les cas où le patron n'est pas en relations obligatoirement directes avec les clients.

Il n'en va pas de même dans les cas où la clientèle exige l'intervention personnelle de dirigeants possédant des aptitudes particulières : soit un sens commercial développé (représentants), soit des titres (pharmacien, architecte), soit des connaissances spéciales (agent d'affaires), etc.

Il est certain qu'en pareil cas la clientèle est plus attachée à la personne qu'à l'entreprise et qu'en cas de retraite de son créateur elle aura tendance à disparaître plus ou moins rapidement¹.

Si, en fait, elle reste fidèle, c'est qu'elle aura été retenue par les qualités qu'elle aura trouvées chez les successeurs du fondateur de l'entreprise. Mais alors elle aura cessé d'être, à proprement parler, la clientèle du fondateur, pour devenir celle du successeur qui l'aura reconquise grâce à ses propres mérites, à sa science, à ses efforts, etc.

Dans les cas de ce genre, on ne doit donc attribuer au

1. Il peut même advenir que la clientèle soit attachée, non pas au propriétaire, mais à l'un de ses employés : garçon coiffeur, barman, chef, coupeur, première, vendeuse, etc... Le départ de tels favoris du public, au moment du changement de propriétaire, peut donc causer un tort considérable à une entreprise, surtout dans le cas fréquent où ces employés d'élite fondent à leur tour une maison concurrente où une partie de la clientèle les suivra.

prédécesseur qu'un rôle tout à fait transitoire, un simple rôle d'agent de liaison; son influence n'aura été que passagère et perdrail toute efficacité si le successeur ne possédait pas les qualités nécessaires. Il faudra donc tenir compte de ces considérations dans l'évaluation du fonds de commerce.

B. Entreprises possédant une clientèle établie dont la conservation ne nécessite que des aptitudes commerciales normales.

Dans de telles entreprises, qui constituent la majorité, il n'y a aucune raison pour que la clientèle actuelle ne reste pas fidèle indéfiniment, à condition toutefois que les nouveaux possesseurs de l'affaire fassent preuve d'un minimum d'aptitudes commerciales.

On remarquera que, dans ce cas encore, la clientèle doit sa naissance aux efforts des fondateurs de l'entreprise ou de leurs successeurs. Elle est le fruit de nombreuses années d'exercice habile d'un commerce ou d'une industrie, la récompense d'une publicité adroite, de la ténacité, du sens commercial, de l'esprit d'organisation des prospecteurs. Mais s'il a fallu des qualités spéciales pour créer cette clientèle, pour imprimer le premier élan à l'entreprise, de telles qualités ne sont plus aussi indispensables pour la conserver. La personnalité du fondateur a disparu peu à peu derrière l'enseigne ou derrière les marques. La clientèle attirée jadis par l'action personnelle de son créateur continue à venir par vitesse acquise, parce que les produits vendus se sont imposés, parce que l'affaire, au cours des ans, a su s'adapter parfaitement aux besoins de ses clients. La tâche de l'acquéreur est donc relativement aisée. Il n'a qu'à entretenir le mouvement initial. Certes il n'est pas de clientèle, si fidèle soit-elle, qui ne puisse se perdre et l'on assiste chaque jour au déclin ou à la disparition d'entreprises jadis fameuses. Mais, ceci dit, et sous réserve d'éventualités telles qu'un changement de mode, une recrudescence de la concurrence ou des conditions économiques devenues particulièrement défavorables, il est rare que de telles entreprises, si elles continuent à être dirigées normalement et prudemment, soient exposées à déchoir.

On comprendra dans la même catégorie les entreprises qui n'ont qu'une clientèle négligeable mais qui possèdent un *achalandage*. Plus encore que dans le cas précédent, la personnalité des dirigeants y perd de son importance et leurs aptitudes commerciales peuvent, sans inconvénient grave, être réduites à un minimum. Ici c'est avant tout l'emplacement qui compte et, sous réserve des fluctuations dues à des causes économiques générales, le volume des affaires doit se maintenir sensiblement constant tant que l'entreprise restera dans les mêmes locaux. Néanmoins, cette règle n'est pas sans comporter des exceptions, car la clientèle peut s'éloigner peu à peu du lieu de l'exploitation. (Il suffit de rappeler le déclin commercial à Paris du quartier du Palais-Royal).

G. Entreprises nouvelles ou entreprises anciennes modifiant leur politique antérieure.

Ces deux cas sont identiques par leurs conséquences : il s'agit d'acquérir une clientèle éventuelle. C'est évidemment là une opération spéculative, car la clientèle peut ne pas se décider à venir, la renommée peut ne pas naître.

Cependant, on aura souvent de bonnes raisons d'escompter le succès et, en une telle occurrence, c'est une des règles précédentes qui pourra être appliquée pour évaluer la stabilité future de la clientèle à acquérir.

5. Les caractéristiques des fonds d'industrie

Nous venons d'analyser la nature des facteurs qui permettent de déterminer la valeur des fonds de commerce au sens général du terme. Il nous paraît utile, avant d'aller plus loin, de signaler certains caractères propres aux entreprises industrielles qui peuvent exercer une influence sur l'évaluation des fonds d'industrie.

I. La nature du fonds d'industrie

Le fonds d'industrie, comme le fonds de commerce ordinaire, est constitué par la clientèle attirée par l'entre-

prise. Mais certains des éléments d'attraction de la clientèle commerciale sont ici négligeables : notamment l'emplacement (en tant que cause d'achalandage), le snobisme. Il existe bien certains facteurs communs aux deux catégories de fonds, par exemple l'ancienneté, la raison sociale ; mais leur action est beaucoup plus faible et plus précaire dans l'industrie que dans le commerce¹.

En fait, la clientèle industrielle est composée, dans la majorité des cas, de spécialistes peu enclins aux engouements et à la sentimentalité et qui changent facilement de fournisseurs s'ils y voient leur intérêt.

Certes, il est très important pour une entreprise industrielle d'avoir une bonne organisation commerciale et de recourir à la publicité, mais l'action de ses vendeurs et l'influence de la réclame seront généralement annihilées si la maison n'est pas en mesure de satisfaire aux desiderata de clients clairvoyants et peu faciles à émouvoir.

Bonne qualité des produits, prix aussi réduits que possible, livraisons exactes, tels sont les facteurs décisifs qui attirent la clientèle des maisons industrielles.

Or, la qualité des produits dépend uniquement d'une bonne organisation technique ; l'exactitude des livraisons suppose une bonne organisation du travail et une bonne liaison entre les services techniques et les services commerciaux ; le prix de vente est fonction du prix de revient.

Mais quelles sont les causes qui réagissent sur le prix de revient ?

Une entreprise peut se trouver placée dans des conditions de production particulièrement favorables, parce qu'elle est établie dans une région où elle peut facilement s'approvisionner en matières premières ; où la force motrice est bon marché ; où la main-d'œuvre est déjà spécialisée ; où les salaires sont relativement modérés ; où elle dispose de facilités pour transporter économiquement ses produits, etc. Mais de tels avantages n'échappent pas à ses con-

1. Il advient pourtant que des entreprises industrielles, fabriquant des produits de grande consommation, parviennent, en mettant en œuvre une publicité massive, à imposer leur marque au public et, par suite, aux intermédiaires.

currents qui ne manquent pas de l'imiter, ce qui rétablit l'équilibre. En fait, si, occasionnellement, le choix particulièrement heureux d'un emplacement peut valoir à une entreprise industrielle une situation privilégiée par rapport à ses rivales, de tels cas restent exceptionnels et la solution du problème du prix de revient minimum n'est pas là.

En règle générale, ce sont des avantages d'ordre interne qui permettent à une entreprise industrielle de se distinguer de ses concurrents.

Ou bien elle possède un monopole (concession, brevets, secrets de fabrication) qui interdit à la concurrence de jouer; ou bien c'est grâce à une organisation supérieure, à des méthodes perfectionnées, qu'elle parvient à comprimer son prix de revient dans une mesure suffisante pour triompher de ses rivales.

Un tel résultat peut tenir à une bonne *organisation industrielle* (diminution du gaspillage, accroissement du rendement de la main-d'œuvre, compression des frais généraux); il peut tenir également à une bonne *organisation commerciale* (recherche des débouchés, publicité, etc.), l'augmentation du chiffre d'affaires entraînant une diminution corrélatrice des prix de revient unitaires.

Les causes de la productivité d'une entreprise industrielle peuvent donc se résumer en un mot : *organisation*, facteur dont l'importance, sans être jamais négligeable, est cependant moins prépondérante dans le négoce.

Dans l'industrie, la valeur du fonds de commerce dépend donc en majeure partie de l'organisation.

II. L'importance des éléments corporels

Rappelons une autre différence entre le commerce et l'industrie. Nous avons déjà dit qu'il était difficile de concevoir une entreprise commerciale qui soit en mesure de fonctionner sans posséder d'éléments corporels, fussent-ils réduits à un modeste mobilier de bureau. Mais, en général, une entreprise commerciale peut travailler avec un support matériel réduit. Un magasin et son agencement, quelques bureaux, des voitures de livraison, à cela se bornent les

immobilisations dans la majorité des cas. Encore la plupart des détaillants se contentent-ils de bien moins. En somme, le principal élément corporel des maisons de commerce est constitué par leurs assortiments de marchandises.

Au contraire, le fonctionnement de la plus modeste usine nécessite des immobilisations importantes, auxquelles viennent s'ajouter les matières premières, les produits en cours de transformation et les produits terminés, toutes les fois du moins que l'entreprise travaille pour le stock.

Cette différence est importante au point de vue de l'évaluation. Il arrive en effet assez souvent dans l'industrie que la capacité de production des biens corporels ne soit pas proportionnée à l'importance de la clientèle. Une usine a été construite pour produire annuellement 100.000 unités d'un produit, mais la vente ne s'élève en fait qu'à 60.000 unités. Les immobilisations restent donc partiellement improductives et il se constitue alors une sorte de fonds de commerce « négatif ».

Une telle mésaventure peut également advenir dans le négoce, mais avec des conséquences généralement moins graves, précisément en raison du rôle moindre que jouent les éléments corporels dans les entreprises commerciales.

6. La valeur du fonds de commerce

Nous venons de définir le fonds de commerce comme une entité groupant les éléments immatériels qui sont la source de la renommée d'une affaire industrielle ou commerciale ou les signes auxquels s'attache cette renommée et nous avons cherché à faire ressortir l'importance de ces éléments par rapport à l'ensemble de l'entreprise.

Des considérations précédentes il ressort qu'un fonds de commerce représente une valeur, au demeurant variable suivant les cas.

Cette valeur du fonds de commerce peut être considérée comme la *plus-value* qu'acquiert une entreprise ancienne par rapport à une entreprise analogue qui vient d'être fondée et qui n'a pas encore fonctionné, c'est-à-dire qui possède tous

les éléments matériels nécessaires à une exploitation normale mais qui n'est pas encore entrée en relations d'affaires avec la clientèle. C'est donc la différence entre la valeur vénale de l'entreprise dans son ensemble et le prix de revient des éléments matériels de l'entreprise.

Par conséquent, on peut calculer la valeur du fonds de commerce de deux manières : soit en appréciant directement la plus-value qu'a pu acquérir une entreprise donnée ; soit en estimant la valeur globale de cette entreprise, puis en déduisant du chiffre ainsi trouvé la valeur des éléments matériels. Nous appellerons ces deux procédés d'évaluation la méthode *directe* et la méthode *indirecte*.

Nous examinerons dans la suite de cet ouvrage les modalités d'emploi et les avantages respectifs de ces deux méthodes, mais il nous faut auparavant rechercher quels sont les caractères de la valeur du fonds de commerce et de l'entreprise et de quelles bases d'appréciation dispose l'évaluateur.

Sur ce point deux théories se confrontent.

I. La théorie empirique et la théorie mathématique.

La *théorie empirique* considère que l'évaluation des fonds de commerce ou des entreprises ne peut se plier à des règles rigides et que chaque cas doit être considéré selon ses mérites propres, en s'appuyant sur les données fournies par l'expérience. Elle n'admet donc que les évaluations au « sentiment ».

La *théorie mathématique* estime, au contraire, que la valeur du fonds de commerce est régie par des lois qui présentent un certain caractère de rigueur et tient qu'il est possible de fixer les règles permettant de déterminer avec une certaine précision la valeur d'un fonds de commerce ou d'une entreprise quelconque.

Nous allons examiner les arguments présentés par les partisans des deux théories, mais il est nécessaire de donner préalablement au lecteur un exemple des méthodes d'évaluation de la théorie mathématique. Nous allons donc analyser d'une façon sommaire la méthode préconisée par

*M. Retail*¹, qui présente le double avantage d'être simple et d'avoir fait l'objet d'une critique très serrée de la part d'un des partisans les plus convaincus de la théorie empirique, *M. Bercot*²).

II. Exemple d'une application de la théorie mathématique (Méthode de *M. Retail*)

M. Retail estime que la valeur du fonds est *fonction des bénéfices futurs*. Ces bénéfices futurs sont évidemment inconnus, mais on peut admettre qu'ils resteront sensiblement voisins de la moyenne des bénéfices passés (sauf à tenir compte du sens de la variation de ces derniers s'ils paraissent nettement croissants ou décroissants.)

La durée de ces bénéfices est limitée par la durée du bail (*M. Retail* n'envisage que le cas des commerces de détail pour lesquels la question du bail joue un rôle prépondérant).

Le calcul s'appuie donc sur les deux éléments suivants :

Le bénéfice moyen du passé ;

La durée du bail.

L'acquéreur du fonds achète le droit de se substituer au vendeur pour toucher les bénéfices futurs, c'est-à-dire autant de fois le bénéfice moyen du passé qu'il s'écoulera d'années avant le terme du bail. Ces bénéfices étant échelonnés d'année en année, leur valeur actuelle est d'autant plus faible que la date où l'on touchera chacun d'eux est plus lointaine. L'acquéreur peut être comparé à un banquier qui escompterait, à la date de l'achat, un certain nombre de traites dont le montant nominal serait égal au bénéfice moyen du passé et dont les échéances tomberaient dans 1, 2, 3... ans³.

Mais si l'acquéreur payait intégralement la valeur

1. L. Retail, *L'expertise judiciaire en matière de fonds de commerce*, 1929.

2. P. Bercot, *La cession des fonds de commerce au point de vue économique*, thèse Paris, 1933.

3. Le lecteur peu familier avec les questions d'escompte à intérêts composés et de valeur actuelle est prié de se reporter à la page 50 où il trouvera toutes les explications nécessaires. La formule à laquelle aboutit *M. Retail* est la formule (1) de la page 56.

actuelle des bénéfices futurs espérés, il ne se réserverait aucun bénéfice puisque, par hypothèse, cette valeur actuelle est exactement équivalente à la totalité des bénéfices qui seront probablement réalisés. Aussi *M. Retail* estime-t-il qu'il convient de partager par moitié entre cédant et cessionnaire la somme ainsi calculée.

En ce qui concerne le taux d'escompte à intérêts composés servant à calculer cette valeur actuelle, *M. Retail* propose d'adopter le taux d'escompte de la *Banque de France*, qui présente l'avantage d'être un taux officiel dont les variations sont connues et d'ailleurs faibles.

M. Retail spécifie qu'il ne s'agit là que d'une valeur théorique.

III. *Critique de la théorie mathématique.*

La théorie mathématique ayant soulevé un grand nombre d'objections, il nous paraît utile, avant de les discuter, de dresser un tableau des principales d'entre elles.

Objections d'ordre général.

1° Les entreprises sont trop variées et trop complexes pour qu'on puisse les étendre sur le lit de Procuste d'une formule générale unique.

2° Certains facteurs de l'évaluation sont impondérables et ne peuvent figurer dans une formule.

3° Les bénéfices dépendent de la personnalité de l'exploitant. Il est impossible de prévoir ce qu'ils deviendront après que l'entreprise cédée sera passée sous la direction de l'acheteur.

4° La valeur théorique d'un fonds est sans rapport avec le prix fixé par la loi de l'offre et de la demande.

5° Acheteur et vendeur se soucient peu de formules. Ils préfèrent se fier à leur intuition.

Objections spéciales à l'évaluation des fonds de commerce de détail.

6° A) D'après la théorie mathématique, la valeur du fonds s'accroît en fonction de la durée du bail. Comment faire admettre une telle majoration par l'acheteur?

7° B) La durée du bail ne doit pas intervenir dans la fixation de la valeur théorique du fonds, sinon le propriétaire de l'immeuble pourra se sentir lésé et apercevoir la possibilité de réaliser un profit sur la cession du pas de porte.

*Objections inspirées par la situation économique
d'après guerre.*

8° La notion de progressivité ou de dégressivité des bénéfices est dangereuse. Qui peut prévoir comment l'entreprise évoluera dans l'avenir?

9° La conjoncture économique est devenue trop instable pour qu'on puisse utilement raisonner sur les bénéfices à venir.

Nous allons maintenant discuter ces objections.

A. Objections d'ordre général

PREMIÈRE OBJECTION. — *Il est difficile de concevoir des formules d'évaluation ayant une portée générale et susceptibles de s'appliquer à tous les cas d'espèce.*

Il existe en effet des différences de nature considérables entre un magasin de détail, une maison de gros, une entreprise industrielle. Même si l'on se borne à considérer une classe particulière d'entreprises, par exemple les entreprises industrielles de transformation, on s'aperçoit qu'elles sont trop variées, que leur technique et leurs conditions d'existence sont trop diverses, que leur évolution dépend de trop de facteurs, pour qu'il soit possible de raisonner à leur sujet comme si elles appartenaient à une seule et unique catégorie.

Les bases d'évaluation d'une entreprise ou d'un fonds de commerce seront forcément différentes selon qu'il s'agira d'une mine, d'une brasserie, d'une entreprise de constructions électriques, etc. Dans le cas d'une brasserie, par exemple, il importe de savoir si celle-ci a passé des contrats de livraison à long terme avec des débitants solvables et à quelle date ces contrats viennent à expiration; dans le cas

d'un haut fourneau, on doit se demander : dans quelle mesure les réserves de matières premières pourront-elles encore être exploitées ? L'entreprise est-elle affiliée à des ententes ? Sa quote-part lui garantit-elle un débouché minimum adéquat ? etc.

Les entreprises industrielles sont d'ailleurs encore plus multiformes que ne l'indiquent les exemples précités, sans même parler des entreprises de transport — chemins de fer, tramways, lignes d'aviation, etc. — qui, bien que vendant des services et non des produits, n'en sont pas moins des entreprises industrielles.

Or, dans toutes les branches industrielles, les différentes valeurs incorporelles — emplacement avantageux, bonne organisation, main-d'œuvre qualifiée et facile, clientèle — dépendent de tant de facteurs variés qu'il paraît *a priori* illusoire de prétendre les chiffrer à l'aide d'une formule générale. A côté de la valeur des éléments matériels pour laquelle il existe généralement des éléments de comparaison et d'appréciation concrets, toutes les formules mathématiques doivent nécessairement faire état d'une autre donnée numérique : chiffre d'affaires, revenu net, etc. Certes, il est facile de calculer les chiffres d'affaires et les résultats du passé. Mais il est impossible d'évaluer les revenus nets *fulurs*. Et cependant c'est là le nœud du problème¹.

Cette objection, on le voit, n'est aucunement dépourvue de force. Il est certain que pour chaque branche industrielle ou commerciale, voire même dans chaque entreprise, il existe des éléments d'appréciation spécifique qu'on ne saurait négliger sans imprudence grave et dont l'analyse suppose une connaissance sérieuse des conditions techniques ou commerciales inhérentes à ces branches ou à ces entreprises.

Cependant il est évident que ces facteurs particuliers doivent, nécessairement, réagir sur les résultats des firmes en cause, dont les bénéfices ou pertes annuels représentent la synthèse générale de tous les éléments, pondérables

1. D'après le docteur Moral, *Die Abschätzung des Stillen Geschäfts oder Firmenwertes industrieller Unternehmungen. Technik und Wirtschaft* (août-septembre 1932).

ou impondérables, qui déterminent le destin d'une affaire. Et, de fait, si nous nous reportons aux exemples cités par le Dr Moral, nous voyons que, dans chaque cas, il met en garde l'acheteur contre certaines modifications éventuelles — dénonciations de contrats, épuisement des mines, insuffisances de quota — qui sont susceptibles d'altérer fâcheusement les résultats *futurs*. Certes, le Dr Moral a parfaitement raison de recommander aux acheteurs de ne prendre aucune décision avant d'avoir mené sur tous ces points une enquête technique et commerciale sérieuse. Mais nous ne voyons aucunement en quoi les modifications éventuelles des conditions d'exploitation rendent inopérantes les formules d'évaluation. Celles-ci, en effet, sont basées, non pas sur les résultats du passé, mais sur les résultats escomptés pour l'avenir. S'il y a des raisons solides de penser que ces résultats sont appelés à décliner, il est évident qu'il convient de rectifier en conséquence le « bénéfice futur » sur la capitalisation duquel sont basées les formules d'évaluation. Mais cette circonstance ne diminue aucunement l'utilité de méthodes qui ont pour objet de chiffrer les conséquences des différents éléments d'estimation dont l'acheteur dispose.

DEUXIÈME OBJECTION. — *Il n'est pas possible de faire entrer en ligne de compte dans la formule toutes les circonstances particulières au cas considéré.*

C'est ainsi que M. Retail, qui base son évaluation théorique sur le bénéfice éventuel et la durée du bail, reconnaît que l'expert peut avoir à tenir compte d'autres éléments et qu'il existe également des éléments impondérables qui échappent à toute évaluation¹.

Mais que restera-t-il alors de l'évaluation proposée? Est-il nécessaire de s'embarrasser de formules puisque les avantages inhérents à leur automatisme disparaissent devant l'entrée en jeu de facteurs perturbateurs, dont certains sont impondérables? Il y a antinomie marquée entre ces deux éléments déterminants d'un résultat qui, en définitive, ne

1. D'après M. Bercot, *op. cit.*

sera guère amélioré par l'emploi d'une formule. Les éléments annexes présentent autant d'importance que les autres dans les évaluations pratiques des marchands de fonds, qui tiennent également compte du bénéfice éventuel et du bail.

Reportons-nous au livre de *M. Retail* et voyons quelles sont les circonstances spéciales qui peuvent modifier les principes de l'évaluation.

Comme exemple des éléments particuliers à un fonds, sur lesquels l'expert peut être appelé à donner un avis, *M. Retail* cite la progression ou la dégression des bénéfices, au cours des dernières années.

La nécessité de tenir compte de variations de cet ordre affectant les bénéfices va-t-elle empêcher la formule de jouer ? Assurément non. La formule reste toujours basée sur le bénéfice moyen du passé. Quant à l'évaluation de ce bénéfice moyen, c'est une question d'espèce. Une fois déterminé, il est incorporé dans la formule dont l'« automatisme » joue alors sans difficulté.

Parmi les « impondérables », *M. Retail* cite le cas de l'afflux, après la guerre, des demandes de fonds d'alimentation, motivées par l'espoir de faire rapidement fortune dans cette branche du négoce, phénomène qui a entraîné une hausse rapide de la valeur de ces fonds, la demande étant devenue très supérieure à l'offre.

Il cite également le cas où des circonstances spéciales à l'emplacement peuvent modifier la valeur du fonds : création, déplacement d'une station d'autobus, par exemple.

Examinons ces deux cas.

Le premier de ces « impondérables » ne saurait influencer sur l'évaluation du fonds de commerce du point de vue auquel nous nous sommes placés, c'est-à-dire en cas d'achat, de fusion, de partage, etc...

Le passé ne doit pas être pris en considération pour l'évaluation d'un fonds, mais seulement l'avenir. Nous reviendrons sur ce point. Bornons-nous ici à faire observer que ce qui intéresse l'acheteur, ce sont les bénéfices qu'il peut

espérer dans l'avenir et non ceux que son prédécesseur a perçus.

Pourquoi donc *M. Retail*, a-t-il envisagé cette circonstance ? C'est parce qu'il se place à un point de vue tout à fait particulier, celui de l'*expertise judiciaire*. En pareille occurrence, c'est du *passé* que le juge doit tenir compte et non pas de l'avenir. Supposons, par exemple, que l'acheteur se plaigne d'avoir acheté après la guerre un fonds d'alimentation pour un prix disproportionné aux bénéfices qu'il en a retirés ultérieurement. Le juge devra évidemment rechercher si l'acheteur a été victime de manœuvres dolosives ou si, au contraire, il a cédé à l'engouement dont il a été question plus haut.

Mais ce « *rush* » de l'après-guerre n'a aucunement modifié la valeur intrinsèque des fonds. Si des acheteurs ont voulu à tout prix acquérir un fonds d'alimentation, sans se soucier de rechercher si les bénéfices futurs qu'ils en retireraient seraient proportionnés au prix demandé, ils ont simplement manifesté par là leur méconnaissance des affaires, mais ils n'ont rien prouvé pour ou contre la notion de valeur théorique du fonds.

Va-t-on soutenir que si, par suite d'une poussée de spéculation, un titre de Bourse a subi, à un moment donné, une hausse disproportionnée, cette hausse doit être prise en considération par les futurs acheteurs du même titre ? Assurément non : si ces capitalistes ont du bon sens, ils ne feront entrer en ligne de compte dans leurs calculs que la valeur intrinsèque du titre. Il en va de même dans notre cas.

Le deuxième cas, cité par *M. Retail*, peut exercer, au contraire, une certaine influence sur la valeur intrinsèque d'un fonds de commerce. Il est certain que l'ouverture ou la suppression d'une station d'autobus, d'un cinéma, etc..., peu de temps avant la vente du fonds, peut réagir fortement sur les bénéfices futurs. Mais pourquoi une telle influence ne serait-elle pas prise en considération dans les calculs ? Une formule n'est qu'un moule dans lequel on ne retrouve jamais que ce qu'on y a mis. Dans la plupart des cas, on coule dans ce moule le bénéfice passé, sans cor-

rectif, parce qu'il n'y a pas lieu de croire qu'il doive se modifier. Mais si les parties supposent, d'après des indices probants, que ce bénéfice est appelé à progresser ou décliner dans l'avenir, il convient évidemment de faire état de ces variations éventuelles. *M. Retail*, en sa qualité d'expert judiciaire, laisse ce soin au juge, car il s'agit d'une appréciation somme toute délicate et non plus d'une constatation ; mais, en l'absence d'un litige, rien ne s'oppose à ce que les parties, ayant évalué les répercussions que les soi-disant « impondérables » exerceront sur les bénéfices, modifient, dans une proportion adéquate, le montant du bénéfice moyen de base et calculent ainsi la valeur du fonds avec le secours de formules.

Mais admettons même qu'on ne puisse faire entrer ces impondérables dans le cadre de la formule. Faut-il en conclure, avec *M. Bercot*, à l'inutilité des méthodes d'évaluation mathématiques ? N'est-ce pas un avantage précieux que de pouvoir se dire : « Voici quelle serait la valeur du fonds si telle ou telle circonstance n'était pas survenue » ? N'est-ce rien que de posséder un tel renseignement et ne deviendra-t-il pas plus facile d'apprécier les facteurs « impondérables » si ceux-ci ont été isolés au préalable ? Nous pensons qu'on doit répondre par l'affirmative.

TROISIÈME OBJECTION. — *En admettant qu'on puisse déterminer avec exactitude la valeur du fonds à un moment donné, on n'obtiendra ainsi que la valeur du fonds dans les mains de l'exploitant actuel, telle qu'elle a été créée par son activité et sa compétence. Dans les mains d'un successeur qui aura d'autres qualités ou d'autres défauts le rendement de l'entreprise pourra varier considérablement*¹.

Nous répondrons à cette objection que le vendeur n'a pas à s'inquiéter des talents ou de l'incapacité de l'acquéreur. Il a amené sa clientèle à un point de développement donné, son fonds vaut donc tant : il n'y a pas à sortir de là. C'est à l'acheteur qu'il appartient de se demander s'il pos-

1. A. Bonnefoy, *L'achat et la vente des fonds de commerce dans l'Economie Moderne*, 1924.

sède les qualités nécessaires pour maintenir ou accroître la valeur d'un tel fonds. S'il s'en juge incapable, il ne lui reste qu'à renoncer à son projet, à chercher une entreprise dont l'exploitation soit moins difficile ou à diriger son activité vers une autre voie que l'industrie ou le commerce.

Le véritable problème posé par le transfert du fonds est celui de la stabilité de la clientèle cédée, auquel nous avons déjà fait allusion (page 13) et dont nous aurons plus d'une fois l'occasion de reparler. Pendant combien de temps l'influence du prédécesseur continuera-t-elle à se faire sentir? C'est une question à laquelle il est difficile de donner une solution générale et à laquelle il n'est d'ailleurs pas possible, sauf dans des cas particuliers (cessions de brevets, concessions), de répondre avec précision. Seules les parties sont à même, dans chaque cas d'espèce, d'apprécier la stabilité de la clientèle et de se mettre d'accord sur ce point.

Nous nous trouvons là en présence de la même difficulté que pour les « impondérables » et nous répéterons qu'un obstacle de ce genre ne doit pas détourner de l'usage d'une formule, bien au contraire, car l'emploi de cette dernière facilite la recherche de la solution.

QUATRIÈME OBJECTION. — *Il est inutile d'établir la valeur théorique du fonds si cette valeur n'est pas en rapport avec le chiffre qui peut être fixé par la rencontre de l'offre et de la demande. Or, il n'y a pas correspondance entre ces deux valeurs. La preuve en est que l'adjudication des fonds de commerce se fait à des prix insignifiants (Bercot).*

Reconnaissons tout d'abord l'exactitude de l'assertion de M. Bercot. L'adjudication d'un fonds de commerce donne généralement des résultats sans rapport avec les formules reposant sur la notion du bénéfice futur. Mais que faut-il en conclure? Simplement que l'on se trouve là en présence d'un cas d'exception auquel les règles économiques ordinaires ne s'appliquent pas. Dans le cas d'une adjudication, la loi de l'offre et de la demande ne joue pas librement. Le vendeur, parfois peu intéressé dans l'affaire (syndic de faillite), ne peut pas discuter avec l'acheteur

ni refuser le prix que celui-ci propose. Soutiendra-t-on que la concurrence des acheteurs doit suffire à dégager le « juste » prix ? Mais on sait que, en fait, une telle concurrence ne joue guère. Enfin, dans presque tous les cas d'adjudication certaines circonstances anormales motivent ou justifient une baisse des prix : l'acheteur va reprendre le fonds sans que l'ancien propriétaire le mette en rapport avec la clientèle et le fasse profiter de son expérience ; le fonds a été mis en vente après faillite ou liquidation judiciaire, ce qui doit inspirer des doutes sérieux sur la valeur de la clientèle ou faire craindre de grosses difficultés d'exploitation, etc...

On voit donc que nous nous trouvons là en présence de cas d'exception et, très heureusement, exceptionnels.

Ecartons donc cet exemple qui nous paraît inadéquat et qui revient en quelque sorte à dire, pour prendre un cas tout à fait analogue, qu'un commerçant aurait tort de calculer le prix de revient ou le prix de vente d'un objet puisque, en cas de vente par autorité de justice, cet objet ne trouverait souvent preneur que pour un prix cinq ou dix fois moindre.

Revenons à la règle générale formulée par *M. Bercot* : « il n'existe pas de correspondance entre la valeur théorique du fonds et celle fixée par la loi de l'offre et de la demande. »

« Si beaucoup de candidats convoitent un fonds, des raisons personnelles, par exemple la très grande confiance qu'un des acheteurs en puissance nourrit de pouvoir développer rapidement la valeur de ce fonds, vont décider l'un de ces candidats à consentir un sacrifice et à payer plus cher que le prix indiqué par telle ou telle formule mathématique, afin d'évincer ses concurrents. »

Nous n'en disconvenons pas, mais en quoi cette circonstance affaiblit-elle la portée de la formule ? Si la valeur du fonds est bien celle qui ressort de la formule, l'acheteur qui paye davantage fait un mauvais marché et voilà tout. Il obéit au sentiment et non pas à la raison. Allons d'ailleurs plus loin : l'initiative prise par le candidat qui se décide à éliminer les autres compétiteurs en faisant une

offre majorée ne signifie aucunement que la formule devient inutile mais simplement que, pour des raisons particulières, cet acheteur estime que les bénéfices futurs pourront dépasser dans une large mesure les bénéfices passés. (Il peut, par exemple, avoir appris qu'une nouvelle station de métro allait s'ouvrir à la porte même du magasin qu'il convoite.) En pareil cas, il lui appartient de substituer dans son calcul au bénéfice moyen réalisé dans le passé le bénéfice moyen qu'il escompte pour l'avenir, puis de comparer le résultat obtenu avec la somme demandée par le propriétaire et avec les offres des autres candidats. En procédant ainsi, l'acheteur, sans aucunement abdiquer son libre-arbitre, partira néanmoins d'une base d'appréciation raisonnée, ce qui, à notre avis, vaut mieux, en matière commerciale, que de se fier à l'inspiration.

En dernière analyse, si tous les acheteurs étaient des hommes d'affaires raisonnables et s'ils utilisaient des procédés d'évaluation rationnels, les prix de vente tendraient à se rapprocher des valeurs théoriques pour la raison qu'une majoration sensible écarterait la plupart des candidats. Un tel résultat ne suffirait-il pas à justifier l'établissement d'une formule ?

Nous ne prétendons d'ailleurs pas ériger de telles formules en règles d'or que personne n'aurait le droit d'enfreindre sous peine d'excommunication majeure. Il s'agit simplement d'indiquer à l'acheteur et au vendeur à combien paraît s'élever la valeur normale du fonds. Libre à eux de ne pas tenir compte de cette indication : ils n'auront alors à s'en prendre qu'à eux-mêmes s'ils subissent par la suite quelque déception.

CINQUIÈME OBJECTION. — *Dans la pratique, les intéressés, qu'il s'agisse de petites, de moyennes ou de grandes entreprises, ne se soucient aucunement de calculer la valeur d'un fonds en utilisant des procédés d'évaluation rationnels, ni de se laisser dicter une telle valeur par un tiers. L'accord « au sentiment » entre les parties reste la loi (Moral).*

Cet argument n'a évidemment aucune portée scientifique. Beaucoup de primitifs, voire de civilisés, refusent

de se laisser vacciner : leur répugnance n'enlève rien de sa valeur curative à la découverte de *Jenner*. Ou, pour rester sur le terrain comptable, beaucoup de chefs d'entreprise sont convaincus, à tort, que « l'on n'amortit pas en l'absence de bénéfices ». Cette conception, bien entendu, n'empêche aucunement leurs installations de s'user ou de se démoder. Observons d'ailleurs que dans certains cas — expertises judiciaires, règlements de successions auxquelles participent des mineurs — on ne saurait, à moins de glisser vers un dangereux arbitraire, renoncer à mettre en œuvre les moyens d'évaluation les plus objectifs dont puissent disposer les spécialistes.

B. Objections spéciales à l'évaluation des fonds de commerce de détail.

SIXIÈME OBJECTION. — A) *La formule de M. Retail est basée sur la durée du bail et la valeur du fonds s'accroît en fonction de cette durée. Si la durée du bail est de 18 ans au lieu de 9 ans, le coefficient de valorisation du fonds (à 6%) passe de 3,40 à 5,41, soit un accroissement de 60 %. Mais comment faire admettre à un acheteur que la valeur du fonds est plus considérable si la durée du bail passe à 18 ans au lieu de 9 ans? Notre expérience, ajoute M. Bercot, nous a démontré que, en pareil cas, il est impossible de faire payer 60 % plus cher à un acheteur (Bercot).*

Est-il vraiment impossible de faire comprendre à un commerçant que la valeur de son fonds (il s'agit bien entendu d'un fonds à achalandage) varie avec la durée de son bail? Nous ne le pensons pas.

Un commerçant intelligent comprendra aisément que s'il doit quitter dans quelques mois une boutique alimentée uniquement par des chalands il ne pourra pas vendre son fonds aussi cher que si, au contraire, son bail doit durer encore pendant 3, 4, 5 années. Les vendeurs le savent si bien qu'ils ont toujours soin d'indiquer dans leurs annonces la durée du bail à courir.

Mais si un droit au bail d'un an vaut moins qu'un droit

au bail de deux ans, celui-ci valant moins qu'un droit au bail de trois ans, et ainsi de suite, n'est-il pas évident qu'un droit au bail de neuf ans vaut moins cher qu'un droit au bail de dix-huit ans ?

La thèse de *M. Bercot* ne nous paraît donc pas reposer sur des prémisses incontestables. Cependant, il semble exact qu'il soit impossible de faire admettre à un acheteur que la valeur du fonds augmente de 60 % si le bail est prolongé de 9 ans.

Or l'instinct commercial, à cet égard, est confirmé par le raisonnement. En effet, nous démontrerons plus loin que, dans une telle hypothèse, l'accroissement de valeur du fonds est considérablement inférieur à 60 % et tel qu'un acheteur puisse, semble-t-il, le trouver acceptable. Juste dans son principe, le raisonnement de *M. Retail* nous paraît avoir fait l'objet d'une application inexacte et l'on ne peut que tomber d'accord avec *M. Bercot* sur ce point.

B) *L'escompte des bénéfices futurs, base de la formule de M. Retail, constitue essentiellement une spéculation sur la durée du bail qui, théoriquement tout au moins, n'est pas en cause. Bien que cette durée représente un élément important pour l'acheteur, elle ne peut intervenir dans la fixation de la valeur théorique d'un fonds de commerce. Celle-ci doit en être indépendante, sinon le propriétaire immobilier, fort de cet aveu implicite, pourra se sentir lésé et apercevoir la possibilité de réaliser, en refusant le renouvellement du bail, un profit sur la cession du pas de porte. C'est aussi, dans le cadre de la législation actuelle, la négation des principes de la loi de 1926 (Bercot).*

Notons-le tout d'abord, *M. Bercot* reconnaît ici que la durée du bail constitue un facteur important pour l'acheteur.

S'il en est ainsi (et nous croyons avoir démontré que la question ne faisait aucun doute), non seulement on *peut* faire intervenir cette durée dans la fixation de la valeur théorique du fonds, mais encore on le *doit*.

Prétendre qu'il faut éliminer cette donnée parce que le

propriétaire de l'immeuble pourrait en prendre prétexte pour réclamer un pas de porte, c'est avancer un argument scolastique et non un argument économique.

Il n'est pas question de se demander si la durée du bail doit être valorisée ou non, mais si, étant donnée son importance pour l'acheteur, le propriétaire a ou non le droit d'en tirer un profit.

Créateur du local dont dépend l'achalandage, le propriétaire, toute question de bail mise à part, peut se considérer jusqu'à un certain point comme l'auteur de l'« instrument de travail » que constitue le fonds de commerce et se croire en droit de réclamer, sous la forme de pas de porte, une partie de la plus-value résultant du développement de cet achalandage.

La loi de 1926 n'en a pas jugé ainsi; elle a estimé que les avantages retirés de la clientèle (fonds de commerce) devaient exclusivement bénéficier à celui qui a couru le risque de solliciter cette clientèle encore hypothétique ou destinée peut-être à disparaître.

Nous n'avons pas à discuter ici le bien-fondé de cette conception. Notre but est seulement d'indiquer que la mise ou non en évidence de l'influence de la longueur du bail n'a rien à voir avec la question qui nous occupe.

G. Objections inspirées par la situation économique d'après guerre.

HUITIÈME OBJECTION. — *La notion de progressivité ou de dégressivité du bénéfice est dangereuse. Comment déduire d'une modification portant sur 3 ans (M. Retail prend cette durée pour base de ses calculs) un chiffre valable pour l'avenir? Les choses sont trop incertaines pour qu'on s'attache à de pareils détails (Bercot).*

Il est incontestable que les prévisions de progressivité ou de dégressivité des bénéfices reposent sur une base incertaine. L'avenir nous est inconnu.

Tout ce que l'expérience humaine peut dire, touchant l'avenir, c'est que, dans la majorité des cas, les événements passés ont des chances de se reproduire dans le futur : les

clients attirés par un magasin y reviendront sans doute ou ils seront remplacés par d'autres acheteurs, guidés par les mêmes raisons; si les clients se sont présentés de plus en plus nombreux dans le passé, il y a lieu d'espérer qu'il en ira de même dans l'avenir; et, réciproquement, la désaffection de la clientèle, constatée par la diminution du chiffre d'affaires et du bénéfice, tient, on peut le craindre, à des causes dont l'effet continuera à jouer après le départ du possesseur antérieur du fonds.

Nonobstant l'« incertitude » de ces caractères de progressivité ou de dégressivité, il est donc rationnel d'en tenir compte. Un acheteur qui constaterait que les bénéfices du fonds qu'il veut acquérir ont diminué d'une façon continue depuis des années consentira-t-il à payer ce fonds sur la base du bénéfice moyen passé ou même sur celle du bénéfice de la dernière année? Probablement non, et c'est le bon sens même qui dictera son refus.

Une augmentation ou une diminution constante des bénéfices, fût-ce sur une courte période de 3 ans, n'est donc pas un « détail » comme paraît le croire *M. Bercot*; c'est un indice, sinon une preuve, d'une grande vitalité ou de quelque lésion cachée qui doivent entrer en ligne de compte dans les calculs de l'acheteur. Nous verrons plus loin de quelle façon.

NEUVIÈME OBJECTION. — *Il est vain de chercher à baser ses calculs sur l'avenir puisque, en raison de l'incertitude économique actuelle, il est devenu impossible de prévoir, avec quelques chances de succès, les résultats futurs d'une entreprise (Dr Moral).*

Nous n'en disconvenons pas (bien que la remarque de notre auteur vaille davantage pour l'économie germanique bouleversée que pour l'économie française). L'un des plus graves inconvénients des manipulations monétaires, économiques, douanières qui se sont succédé depuis vingt ans à une cadence précipitée, c'est précisément qu'elles ont transformé de plus en plus les opérations commerciales et financières régulières en opérations spéculatives et qu'il est devenu de plus en plus difficile aux

capitalistes et aux entrepreneurs d'établir des prévisions valables pour quelques années ou même pour quelques mois. Cependant, si l'on poussait l'objection de *Moral* jusqu'à son terme logique, on devrait admettre que toute opération immobilière, financière, industrielle, constitue désormais un acte dangereusement spéculatif dont un homme prudent devrait rigoureusement s'abstenir, conception qui se traduirait par une paralysie générale des affaires et par un arrêt quasi complet des transactions. Mais comme, en dépit des progrès de la thésaurisation et du ralentissement des investissements, la vie finit toujours par triompher de la mort, il ne resterait plus qu'une solution concevable pour les hommes d'affaires : se livrer à leur inspiration et « miser » sur une entreprise ou un fonds de commerce, comme le joueur mise sur une carte.

Nous ne croyons pas que les acquéreurs de fonds de commerce en soient réduits à cette extrémité et nous pensons que, si la conjoncture économique a accru les difficultés des évaluations, elle n'a pas rendu celles-ci impossibles.

Nous allons voir d'ailleurs que le *Dr Moral* est le premier à conseiller à l'acheteur de procéder à une évaluation rationnelle. Et ce sera la meilleure réponse à son objection.

IV. *La Théorie empirique. Sa critique.*

Nous avons dit que les partisans de la théorie empirique rejetaient toute règle d'évaluation et préconisaient l'évaluation « au sentiment », appuyée sur les données fournies par l'expérience.

Nous allons voir comment les auteurs dont nous venons de présenter et de réfuter les objections conçoivent l'application de la théorie empirique.

1. THÉORIE DE M. BONNEFOY.

*M. Bonnefoy*¹ pense qu'on peut trouver dans la méthode expérimentale les éléments d'un critérium approximatif pour l'estimation de la valeur du fonds.

1. A. Bonnefoy, *op. cit.* (1924).

« On admet généralement que le prix d'achat d'un fonds doit s'amortir dans le tiers ou la moitié de la durée du bail ». Par suite, si la durée du bail est de 12 ans le fonds vaut 4 à 6 ans de bénéfices.

(Par fonds de commerce, *M. Bonnefoy* entend la « rente de la situation » résultant de l'exploitation, et l'agencement, l'installation, le matériel qui jouent souvent un « rôle important » pour attirer et maintenir la clientèle, par exemple dans les hôtels.)

D'après l'auteur, cette méthode serait « aussi bonne qu'une autre » si les bénéfices pouvaient être connus avec exactitude et s'ils n'étaient pas amenés à varier après la vente suivant les aptitudes de l'acheteur.

M. Bonnefoy confesse que les formules en usage sont très rudimentaires, mais il fait valoir qu'elles ont l'avantage d'exister et de régir les transactions.

Il conclut en exprimant la conviction qu'en partant de la méthode traditionnelle et en analysant soigneusement les faits on pourrait aboutir à une théorie pratique de la valeur du fonds.

Nous critiquerons plus loin d'une manière détaillée cette méthode. Bornons-nous à indiquer ici que *M. Bonnefoy*, quelques années plus tard, est revenu de ses préventions à l'égard des méthodes scientifiques et dans un nouvel ouvrage¹, s'est rallié au principe de la capitalisation des bénéfices.

2. THÉORIE DE M. BERCOT.

Selon *M. Bercot*, le fonds de commerce remplit une fonction économique de répartition. C'est un instrument de travail qui a été payé (ou créé au prix de certaines dépenses) par son possesseur. Quand ce dernier se retire, il est équitable de lui restituer, en échange de cet instrument de travail, le prix qu'il lui a coûté, compte tenu des modi-

1. A. Bonnefoy, *Le Marché des fonds de commerce*, Paris, 1928, pages 33 et suivantes.

fications qui ont pu être apportées à sa consistance par certains facteurs intrinsèques ou extrinsèques.

L'offre serait donc basée en première ligne sur le prix de revient du fonds.

La demande, elle, serait conditionnée par les bénéfices possibles et c'est l'espoir de ces bénéfices qui la provoquerait.

Il est juste, conclut *M. Bercol*, que le fonds soit payé avec 3, 5, 8 ans de bénéfices et la seule évaluation conciliable avec les faits s'appuie sur les bénéfices réalisés pendant les derniers temps ayant précédé la cession.

D'après cette théorie, le vendeur baserait donc son offre sur le prix d'achat (ou de revient) de son fonds, compte tenu « à vue de nez » des modifications que le temps a pu apporter à la consistance de ce fonds.

L'acquéreur, placé en présence de cette proposition, se demanderait si, étant donnés les bénéfices passés et compte tenu des fluctuations éventuelles de ces bénéfices dans l'avenir, il lui serait possible de payer en 3, 5 ou 8 années la somme à lui réclamée, contre-partie du droit d'utiliser « l'instrument de travail » cédé par le vendeur.

Que faut-il penser de cette théorie ?

Certes, le raisonnement que *M. Bercol* prête au vendeur est très humain : quand on a créé un instrument de travail au prix de longs efforts et de dépenses importantes, il est naturel qu'on désire en obtenir un prix au moins suffisant pour rémunérer ses peines et pour rembourser ses frais. On entend souvent dire par un commerçant : « Je ne veux pas céder mon fonds pour moins de 100.000 francs, car c'est la somme que j'ai mise dans mon affaire. »

Un tel raisonnement peut, au premier abord, paraître inattaquable comme étant tout à fait conforme à l'équité.

Cependant, supposons que notre commerçant soit un fabricant de rasoirs mécaniques et qu'il ait consacré 100.000 francs à faire de la publicité dans des journaux pour enfants. Son raisonnement n'aura plus aucune valeur, car

on lui rétorquera : « Vous avez gaspillé vos 100.000 francs inutilement et votre fonds ne vaut rien. »

Il peut donc arriver que la valeur du fonds ne corresponde pas aux dépenses qui ont été engagées sur ce fonds. Cela peut provenir de causes nombreuses : crise générale, crise dans l'industrie envisagée, maladresse ou incapacité du commerçant, ou simplement achat du fonds au vendeur précédant moyennant un prix exagéré.

Certes, un tel état de choses est très fâcheux pour le commerçant et on peut le plaindre, notamment dans les cas où il n'en est pas responsable (crise, désaffection du public pour un produit); mais il lui faut se résigner : c'est le *risque de l'entreprise*.

Ce n'est donc par sur ses dépenses ni sur ses frais que le vendeur doit se baser pour calculer la valeur de son fonds de commerce car, s'il agissait ainsi, il risquerait parfois d'attendre longtemps un acheteur.

Aussi bien, *M. Bercol* précise-t-il que le « prix de revient » du fonds peut être modifié par certains facteurs tenant au fonds lui-même ou à des circonstances extérieures. C'est ce que nous venons de démontrer. Mais *M. Bercol* n'indique pas comment le vendeur devra s'y prendre pour évaluer l'accroissement ou la diminution de valeur causé par de tels facteurs, sans doute parce qu'à ses yeux il n'existe en cette matière d'autres règles que l'empirisme.

Cependant, comme tout raisonnement doit reposer sur une base, nous pouvons admettre que le vendeur fera comme l'acheteur : il se demandera si ses bénéfices ont augmenté ou diminué depuis qu'il a repris le fonds ou, s'il l'a fondé, au cours des dernières années; et il établira son offre en conséquence.

Mais peut-être avons-nous dépassé la pensée de *M. Bercol* en prêtant à son vendeur un raisonnement trop précis. Laissons donc le vendeur de côté pour nous occuper de l'acheteur.

L'acheteur de *M. Bercol*, placé en présence d'une offre, se demande si les bénéfices possibles de l'affaire justifient cette offre; en d'autres termes, si les bénéfices à réaliser

pendant les 3, 5, ou 8 années à venir seront équivalents à la somme qu'il aura dû déboursier pour payer le fonds.

Peut-être avons-nous déformé les textes très souples et volontairement imprécis de *M. Bercot* : cependant, il nous semble que son acheteur se rapproche ici instinctivement du point de vue des partisans de la théorie mathématique.

C'est bien en effet dans l'espoir de réaliser des bénéfices futurs que l'acheteur accepte l'offre qui lui est faite. *M. Bercot*, il est vrai, ne parle pas de bénéfices futurs mais de bénéfices « possibles ». Nous avouons ne pas saisir la nuance : bénéfice possible, bénéfice futur ou bénéfice éventuel nous paraissent des termes synonymes. Aussi le pauvre acheteur de *M. Bercot* va-t-il, nous en avons peur, encourir les foudres de notre auteur. Que dit en effet ce dernier ?

« La notion de bénéfice éventuel est essentiellement critiquable ; quoi de plus instable, même dans une courte période ? Les dix dernières années prouvent qu'il ne peut servir de base, même pour une évaluation théorique. »

Certes, un bénéfice éventuel est chose incertaine. Cependant, si fragile que soit cette base, ne vaut-elle pas mieux que l'absence de toute base ? C'est pourtant à cette conséquence que *M. Bercot* aurait logiquement abouti s'il avait suivi son raisonnement jusqu'au bout. L'acheteur n'aurait plus eu d'autre ressource que de placer des chiffres dans un chapeau et d'en tirer un au hasard.

Très heureusement, *M. Bercot* a bien voulu, en fin de compte, autoriser l'acheteur à faire état des « bénéfices possibles ». Or, c'est justement pour faciliter l'appréciation de leur valeur que les partisans de la théorie mathématique ont établi des formules.

3. THÉORIE DU D^r MORAL.

Voici enfin comment le D^r *Moral* définit la conduite à tenir par l'acheteur d'un fonds de commerce ou d'une entreprise :

« L'acheteur, cela va de soi, se renseignera tout d'abord d'une manière approfondie sur l'évolution antérieure de l'affaire qu'il se propose d'acquérir. Puis, compte tenu de la situation économique générale, de ses connaissances pratiques, de son expérience et se fiant en ses qualités personnelles pour diriger l'affaire dans l'avenir, il se formera une idée du revenu futur de l'entreprise. Il capitalisera ce revenu futur supposé sur la base du taux d'intérêt auquel sont placés, au moment des pourparlers, les capitaux qu'il a investis par ailleurs. Le montant ainsi obtenu représentera, provisoirement, la valeur totale de l'entreprise à acheter, tout au moins dans la mesure où il est possible d'escompter des résultats à venir. L'acheteur devra alors se demander quelle somme il doit retrancher du revenu futur supposé pour rémunérer son propre travail et pour compenser le risque assumé par lui en reprenant l'affaire. En ce qui concerne le risque, l'acheteur devra également prendre en considération les biens concrets de l'entreprise. Si la valeur de liquidation de ces biens, dans l'hypothèse de leur réalisation future, paraît devoir dépasser le montant du revenu capitalisé, l'achat de l'entreprise n'implique aucun risque particulier, puisque le prix d'achat sera couvert par le produit de la vente future des éléments d'actif; si, au contraire, la valeur de liquidation future supposée des biens réels doit rester inférieure au prix d'achat global calculé sur la base du revenu (hypothèse vraisemblable en cas d'arrêt futur de l'entreprise), il y a lieu de réduire le prix d'achat afin de tenir compte du risque inhérent à l'opération. On tiendra compte également, dans le calcul du prix d'achat, de la réduction de revenu tenant à la nécessité de rémunérer le travail de l'acheteur. En procédant de la sorte, l'acheteur pourra se former une idée intuitive des concessions qu'il pourra raisonnablement faire au vendeur, pendant les pourparlers¹. »

Telle est la méthode d'analyse suggérée par le Dr Moral.

1. Moral, *Technick und Wirtschaft* (septembre 1932) : *Die Abschätzung des Stillen Geschäfts oder Firmenwertes industrieller Unternehmungen*.

Or, la marche qu'il conseille de suivre se rapproche singulièrement de celle que préconisent les défenseurs des méthodes « rationnelles » synthétisées dans les formules dites « mathématiques » : analyse des résultats passés — évaluation, compte tenu de tous les éléments d'appréciation, du revenu futur — déduction du « traitement » de l'acquéreur — évaluation du risque de l'entreprise (dont il est d'ailleurs indifférent de faire état en majorant le taux de capitalisation, méthode à notre avis plus claire et plus pratique, ou en réduisant le prix calculé sur la base d'un taux minimum), etc.

Le *Dr Moral*, après avoir vigoureusement affirmé l'inanité des principes « rationnels » d'évaluation et des formules, aboutit donc, en fin de compte, à s'y rallier — et l'on ne voit d'ailleurs pas comment un évaluateur pourrait procéder autrement, à moins de jouer à pile ou face.

Comment expliquer une telle contradiction ? A notre avis, cet auteur a voulu surtout s'élever contre l'emploi schématique, abstrait, de formules soi-disant « automatiques » par des praticiens inexpérimentés ou par des théoriciens sans contact avec la réalité. Sur ce point, on ne peut que lui donner raison car, en matière d'évaluation, l'observation minutieuse des faits et leur critique attentive sont primordiales et l'emploi d'une formule n'est qu'un moyen commode de grouper des données complexes et d'en exprimer le résultat chiffré. A se contenter de calculer sommairement la moyenne des bénéfices passés, puis de les capitaliser sur la base d'un taux standard, l'évaluateur courrait à des déboires certains. Mais, par ailleurs, plus les difficultés techniques sont grandes et plus il est essentiel d'en serrer de près la solution, au lieu de se réfugier dans de vagues approximations intuitives : l'usage des formules mathématiques ne peut que favoriser cette discipline du raisonnement et, à ce titre, on ne peut que le recommander.

CHAPITRE II

LES PRINCIPES DE L'ÉVALUATION MATHÉMATIQUE

Nous avons indiqué précédemment¹ qu'il existait deux manières de concevoir l'évaluation d'une entreprise ou d'un fonds de commerce : la méthode *directe* et la méthode *indirecte*.

Dans la méthode *directe*, on cherche à apprécier directement la plus-value acquise par une entreprise en raison du fait qu'elle possède une clientèle. La méthode traditionnelle que nous avons citée plus haut d'après M. *Bonnefoy* constitue une application de la méthode directe : le bénéfice est de tant; il reste tant d'années de bail à courir; la valeur du fonds est égale au bénéfice multiplié par la moitié des années du bail.

On peut citer également comme type de méthode directe la méthode traditionnelle anglaise qui consiste à reconnaître comme valeur de la clientèle le revenu moyen annuel multiplié par 1, 2, 3, 4 ou 5.

On verra plus loin qu'il existe, dans cet ordre d'idées, des méthodes plus perfectionnées. Mais toutes présentent ce point commun de ne jamais faire intervenir *directement* le facteur : valeurs matérielles.

Dans la méthode *indirecte*, on établit d'abord la valeur vénale globale de l'entreprise étudiée. On rapproche alors du chiffre ainsi établi le montant des valeurs matérielles investies dans l'entreprise, la différence de ces deux chif-

1. Cf. page 20.

fres représentant la valeur des éléments incorporels de l'affaire.

Avant d'exposer les méthodes qui sont pratiquement en usage, nous allons définir, au préalable, les principes qui régissent l'évaluation et les procédés de calcul qui sont mis en œuvre quand on applique les méthodes mathématiques.

I. Principe fondamental.

La valeur d'un fonds de commerce est fonction de l'avenir.

Pourquoi achète-t-on un fonds de commerce ?

Parce qu'on espère que la clientèle qu'il représente continuera à se fournir au même endroit et que les bénéfices réalisés jusqu'alors par le précédent propriétaire du fonds sur cette clientèle se maintiendront à leur chiffre actuel.

L'acheteur ne s'intéresse pas à la clientèle du passé ou même à celle de l'heure présente, ni aux bénéfices qui ont été réalisés sur cette clientèle, mais bien à la clientèle et aux bénéfices *futurs*.

Si ces bénéfices futurs sont improbables le fonds de commerce est sans valeur¹, sa création eût-elle entraîné des dépenses considérables, les bénéfices réalisés dans le passé fussent-ils énormes.

Il existe cependant une importante exception à la règle précédente. Il peut en effet advenir qu'une entreprise ou un groupe d'entreprises considèrent qu'il serait de leur intérêt de racheter une ou plusieurs firmes appartenant à la même branche, afin de réduire l'intensité d'une concurrence pesant sur les prix de vente ou d'enrayer la surproduction qui déprime un marché sursaturé. En pareil cas, les acheteurs pourront être amenés à verser

1. Il n'est bien entendu question dans cet ouvrage que de la valeur vénale du fonds de commerce. Un fonds de commerce sans valeur d'échange peut avoir cependant un grand prix aux yeux de son exploitant pour des raisons étrangères à l'économie politique : amour-propre, vanité, etc. Citons dans ce sens : l'exploitation de théâtres peu fréquentés par le public et dont les dépenses excèdent largement les recettes, l'exploitation de journaux et de revues à renommée discrète, l'exploitation d'une écurie de courses, etc.

des indemnités importantes aux maisons qu'il s'agit d'éliminer, même si ces dernières ne réalisent pas de bénéfices ou sont en déficit et si, par conséquent, la valeur théorique de leur « fonds » est nulle ou négative. Le calcul, très délicat, auxquels se livreront les acheteurs pour évaluer les sacrifices qu'ils sont disposés à consentir pour atteindre leur but d'assainissement du marché consistera à rechercher quelle action la fermeture des entreprises rachetées sera susceptible d'exercer : *a*) sur le volume de la production jetée sur le marché; *b*) sur le prix de vente de leurs propres produits; et *c*) sur le niveau des bénéfices marginaux, c'est-à-dire sur les bénéfices des entreprises subsistantes travaillant dans les conditions les plus défavorables. Il semble, notamment, que des opérations de cette nature (rachats d'entreprises en surnombre contre indemnité) aient été récemment envisagées ou mises à exécution, en Angleterre et en France, par certaines industries textiles. Une grande firme américaine de caisses enregistreuse aurait également pour principe de racheter et fermer toutes les maisons concurrentes qui viennent à s'établir.

Mais laissons ce cas particulier et revenons au cas général.

Comment peut-on apprécier le degré de probabilité des bénéfices futurs? L'avenir échappe à notre contrôle; seul le passé ou le présent, qui est une forme immédiate du passé, nous sont connus. Par suite, bien qu'en vendant et en achetant un fonds de commerce on vende et on achète l'avenir, on ne peut supputer cet avenir que par l'intermédiaire du passé.

Le rôle du passé va donc être considérable dans cette étude, mais on ne devra jamais perdre de vue qu'il n'est après tout que secondaire. Le passé est un germe qui pourra se développer de bien des façons différentes selon le terrain où il sera planté et le temps qu'il fera. C'est à nous qu'il appartient d'apprécier aussi exactement que possible la nature du terrain et les phénomènes météorologiques à venir.

En d'autres termes, chaque fois que nous aurons relevé un élément d'appréciation dans le passé, nous devons

nous demander : est-ce un élément stable ? L'avenir peut-il le modifier ? Dans quel sens ? Dans quelle mesure ?

II. Principes de calcul des méthodes mathématiques.

1^o Les éléments de l'entreprise.

La fondation d'une entreprise quelconque implique l'acquisition d'éléments matériels de production : usines, machines, outillage, mobilier, marchandises, etc... Suivant les cas, le nombre et l'importance de ces éléments varient. Représentant toujours une valeur relativement considérable dans l'industrie, ils ont une importance beaucoup moindre dans le commerce et, dans certains cas, peuvent disparaître presque complètement, par exemple dans certains commerces d'intermédiaires. Mais, d'une façon générale, ils sont nécessaires au fonctionnement des entreprises.

Au cours de l'existence de l'entreprise, ces biens se transforment incessamment : des marchandises sont vendues et sont converties en créances ou en numéraire qui, à leur tour, serviront à acheter des marchandises, à payer des frais, etc.

Si l'on compare une entreprise à un être vivant, on peut dire que ces transformations et ces échanges sont semblables aux transformations et aux échanges qui se produisent sans cesse dans le corps humain : fixation de l'oxygène de l'air par le sang et sa circulation dans l'organisme ; assimilation et répartition des principes nutritifs des aliments ; naissance, croissance et mort des cellules ; etc.

Mais de même que ces mouvements biologiques ne peuvent avoir lieu en l'absence de cet élément mystérieux qu'on appelle la vie, de même la succession des opérations commerciales est étroitement liée à l'existence d'une clientèle.

On a vu dans la partie précédente comment naît la clientèle. On a vu également qu'elle représente une valeur, puisqu'elle rend productifs les éléments corporels de l'en-

treprise. Cette valorisation des éléments corporels constitue précisément ce qu'on appelle le *fonds de commerce*.

Ainsi une entreprise, pour pouvoir fonctionner, a besoin d'éléments corporels et d'une clientèle. Si nous supposons qu'elle fonctionne normalement, sa valeur réelle sera donc égale aux capitaux qu'il faudrait engager pour grouper les mêmes éléments corporels et pour créer une clientèle identique. Notion que l'on peut exprimer comme il suit :

Valeur totale = Éléments corporels + Fonds de commerce.

On peut encore traduire cette constatation d'une façon abrégée, en appelant V la valeur de l'entreprise, M la valeur des éléments corporels et F la valeur du fonds de commerce, par l'expression :

$$V = M + F$$

ou encore

$$V - M = F$$

Il suffirait donc de connaître V et M pour déterminer la valeur de F .

Comment calculer V ?

Nous ne pouvons pas déterminer directement la valeur de V , mais nous pouvons l'apprécier en prenant pour base le revenu de l'entreprise. Il existe en effet un lien étroit entre le capital et le revenu qui lui correspond. La valeur d'une maison, celle d'une entreprise agricole varient selon que les services que l'une rend ou que les produits que l'autre fournit sont plus ou moins bien payés. Il en va de même pour une entreprise industrielle ou commerciale dont la valeur, aux yeux de l'acheteur, dépend avant tout des bénéfices qu'elle est susceptible de produire¹.

Assurément le revenu n'est pas le seul élément déterminant de la valeur d'un capital: les goûts, les capacités de l'acheteur, des considérations personnelles, etc... peuvent le décider à faire une offre supérieure à la capitalisation normale du revenu. Mais, sauf dans des cas très particu-

1. Voir sur ce point : P. Reboud, *Précis d'économie politique*, tome II (2^e fascicule), n° 1431, article 11 et n° 1432.

liers, l'influence des éléments subjectifs est tout à fait secondaire en matière d'achat d'entreprises, la notion de profit étant prépondérante.

On peut donc poser en principe (sauf à introduire plus loin certaines réserves) que la valeur d'une entreprise dépend directement des bénéfices que l'on espère en tirer ou, plus précisément, qu'elle est égale à la *somme des bénéfices futurs qu'on pourra retirer de l'entreprise jusqu'à la disparition de cette dernière*.

Il suffit donc, pour déterminer V, d'évaluer les bénéfices futurs de l'entreprise ce qui, nous le verrons, n'est aucunement irréalisable.

Mais comment doit-on faire intervenir M?

A cet égard, la méthode de calcul différera selon que l'on procédera par évaluation directe ou par évaluation indirecte.

L'emploi de la technique de l'évaluation directe se justifie toutes les fois que l'estimation des biens matériels passe au second plan, parce que leur valeur est d'importance relativement secondaire et qu'il est d'ailleurs facile de la déterminer. C'est le cas des maisons de commerce où les principales valeurs matérielles consistent en espèces, créances, marchandises.

En pareil cas, au lieu de déterminer par voie d'expertise la valeur de ces biens et de la comparer avec la valeur globale de l'entreprise, on se borne à apprécier leur valeur moyenne et à calculer l'intérêt qui représente la juste rémunération du « capital engagé moyen ». Puis on défalque cet intérêt du bénéfice futur annuel. S'il subsiste un solde ou superbénéfice, c'est la capitalisation de ce dernier qui représente la valeur du fonds de commerce. En somme, toute l'attention de l'évaluateur se porte sur la technique de capitalisation du superbénéfice, c'est-à-dire sur l'évaluation du fonds de commerce, l'évaluation globale de l'entreprise ne venant qu'en seconde ligne.

Mais on ne saurait procéder de la sorte dans les entreprises industrielles : en pareil cas, la valeur des éléments matériels est considérable, leur évaluation est délicate (bâtiments, machines) et leur élasticité économique est

minime car, s'il est à la rigueur possible de réduire un stock trop important sans essuyer de grandes pertes, il est au contraire presque impossible de supprimer une usine sans subir une perte sèche. Aussi les éléments corporels jouent-ils dans l'industrie un rôle de premier plan dont l'importance se reflète dans la méthode d'évaluation dite « indirecte ».

Au lieu de tenir compte sommairement de la valeur de M en prélevant sur les bénéfices l'intérêt du capital engagé, on calcule par voie d'expertise la valeur des biens matériels et on la met en regard de la valeur globale de l'entreprise, obtenue en capitalisant le bénéfice. Si la valeur de capitalisation est plus élevée que la valeur des éléments matériels, on dira que la différence des deux valeurs représente le fonds de commerce. Mais en fait la notion de fonds de commerce est ici tout à fait accessoire en comparaison des notions de valeur globale et de valeur des éléments corporels.

En résumé, dans les entreprises où la grande majorité des biens réels consiste dans des éléments du fonds de roulement il ne se pose pas de problème d'expertise des valeurs matérielles. Certes, il faut tenir compte du fait qu'une partie des bénéfices est destinée à rémunérer, par priorité, les capitaux engagés dans le fonds de roulement. Mais il est généralement inutile de recourir, pour déterminer l'importance de ces capitaux, à un inventaire à dire d'expert et il suffit de dégager cette donnée des documents comptables dont on dispose, documents qui, par ailleurs, auront été soumis à une critique serrée afin de faire ressortir le bénéfice global de l'entreprise. Tous les travaux de l'expert évaluateur convergent donc bien, en pareil cas, vers l'estimation du fonds de commerce et l'on est donc en droit de parler d'évaluation *directe*.

Mais il en va tout différemment dans l'industrie. Ici les valeurs réelles, immobilisations et fonds de roulement, prennent souvent une place considérable jusqu'à réduire à la portion congrue l'élément « fonds ». De plus, la comptabilité la mieux tenue ne permet aucunement, en règle générale, d'apprécier la valeur des immobilisations, celle

des produits mi-terminés, etc. Il est donc logique, en pareil cas, de recourir aux offices d'un expert industriel. Puis, disposant de la valeur du bénéfice capitalisé et de la valeur expertisée des immobilisations, l'évaluateur peut proposer une « valeur vénale » obtenue en combinant les deux valeurs précitées. Bien entendu, il peut également, en retranchant de cette valeur vénale la valeur des biens matériels cédés, dégager la valeur du « *fonds d'industrie* » par voie d'évaluation *indirecte*, ce qui justifie notre terminologie.

En tout cas, quelle que soit la méthode employée, on est amené à rechercher à quoi correspond une série de bénéfices futurs totalisés, qu'il s'agisse de superbénéfices ou de bénéfices proprement dits.

Or c'est là un cas d'application courante de la théorie des intérêts composés et de la valeur actuelle.

2° *L'intérêt composé et la valeur actuelle.*

Une somme de 100 fr. remboursable dans un an vaut moins que 100 fr. immédiatement disponibles, car ces derniers peuvent être placés et, partant, s'accroître d'ici la fin de l'année à raison du montant de l'intérêt convenu.

Donc, 100 fr. remboursables à échéance d'un an équivalent à une certaine somme qui, accrue de ses intérêts pendant un an, vaudra 100 fr. à la fin de l'année.

Si nous choisissons comme taux d'intérêt 10 % (0,10) nous pouvons donc dire que la somme recherchée plus son dixième sont égaux à 100 fr. :

Somme recherchée + 0,10 somme recherchée = 100 fr.

1,10 somme recherchée = 100 fr.

somme recherchée = $100 : 1,10 = 90,9090\dots$

Nous dirons que 90,9090... est la *valeur actuelle* de 100 fr. dus à échéance d'un an.

La notion de valeur actuelle trouve son application classique dans les opérations d'escompte; le banquier qui escompte un effet de commerce ne verse pas au négociateur le montant total de la valeur nominale de cet effet mais il retient sur ce montant (outre sa commission) une certaine somme qui correspond à l'intérêt de l'argent dont

il va se priver au profit du négociateur pendant la période qui s'écoulera jusqu'à l'échéance. Il ne verse donc au négociateur que la valeur actuelle de l'effet.

Il en va de même de l'acheteur d'une entreprise, lequel joue, en quelque sorte, le rôle d'un banquier qui escompterait un certain nombre de traites dont la valeur nominale serait celle des bénéfices futurs de l'affaire reprise.

Pour déterminer la valeur d'une entreprise, il faut donc connaître la valeur actuelle de ses bénéfices futurs, c'est-à-dire, en supposant que ces bénéfices doivent tous être égaux à 100 fr., calculer la valeur actuelle de 100 fr. à échéance d'un an, de 100 fr. à échéance de deux ans, de 100 fr. à échéance de trois ans, etc...

Mais, puisque des échéances dépassent un an, on doit faire intervenir la notion d'intérêt composé.

Si nous plaçons 100 fr. à 10 %, pendant un an, nous toucherons à la fin de l'année : 110 fr. ; mais si, au lieu de retirer ces 110 fr., nous les laissons placés, ils auront rapporté à nouveau 10 % au terme d'une seconde année, soit :

$$\frac{10}{100} \times 110 = 11 \text{ fr.}$$

Si nous continuons notre placement pendant une troisième année, la somme placée s'élèvera à 110 fr. + 11 fr., soit : 121 fr., et rapportera de nouveau 10 %. A la fin de la troisième année, elle vaudra donc :

$$121 + \frac{10}{100} \times 121 = 121 + 12,10 = 133 \text{ fr. } 10.$$

Nous pouvons exprimer ce qui précède sous la forme suivante :

100 fr. placés pendant un an rapportent 10 fr.

ou :

1 fr. placé pendant un an rapporte 0,10

On peut donc écrire :

100 fr. placés pendant un an rapportent $100 \times 0,10$.

Au bout d'un an, les 100 fr. du début sont devenus : $100 + 100 \times 0,10$, ou encore, en mettant 100 en facteur commun : $100 \times 1,10$ (soit 110 fr.).

Si nous laissons cette somme placée pendant une seconde année, nous dirons de même :

100 fr.	placés	pendant	un an	rapportent	10 fr.
1 fr.	—	—	—	—	0 fr. 10.
110 fr.	—	—	—	—	$110 \times 0,10$

ou encore

$$100 \times 1,10 \text{ fr.} \quad \text{—} \quad \text{—} \quad \text{—} \quad 100 \times 1,10 \times 0,10$$

A la fin de la seconde année, les $100 \times 1,10$ du début sont devenus :

$$100 \times 1,10 + 100 \times 1,10 \times 0,10,$$

ou encore, en mettant $100 \times 1,10$ en facteur commun :

$$100 \times 1,10 \times 1,10, \text{ c'est-à-dire : } 100 \times 1,10^2.$$

De même à la fin d'une troisième année les 100 fr. initiaux deviendraient $100 \times 1,10^3$, etc...

Nous venons de raisonner sur 100 fr. et sur un taux de 10%, mais nous obtiendrions des résultats analogues avec n'importe quel autre capital et avec n'importe quel autre taux. Par exemple, avec 13 fr. et un taux de 7 % :

100 fr. placés pendant un an rapportent 7 fr.

1 fr.	—	—	—	—	0 fr. 07
13 fr.	—	—	—	—	 $13 \times 0,07$

Au bout d'un an, les 13 fr. du début sont donc devenus $13 + 13 \times 0,07$ ou encore $13 \times 1,07$... etc...

Nous formulerons donc la règle générale suivante : *la capitalisation d'une somme quelconque à intérêts composés pendant 1, 2, 3, 4,.. ans s'obtient en élevant à la première, deuxième, troisième, quatrième, etc.. puissance le total : $1 + \text{taux d'intérêt choisi}$, et en multipliant la somme primitive par le chiffre ainsi trouvé.*

Exemple :

Quelle est la valeur acquise par une somme de 12.500 fr. placée à intérêts composés au taux de 4 % pendant 5 ans ?

Cette valeur est égale à : $12.500 \times 1,04^5$, soit :

$$12.500 \times 1,216653 = 15.208 \text{ fr. } 16.$$

Réciproquement, l'examen du calcul précédent nous montre que, pour déterminer la valeur actuelle à un taux

d'escompte de 4% d'une somme de 15.208 fr. 16 qu'on ne touchera que dans 5 ans, il suffit de diviser fr. 15.208, 16 par $1,04^5$.

Nous aurons donc :

$$\text{Valeur actuelle} = 15.208,16 : 1,04^5$$

On peut écrire ceci sous la forme d'une fraction :

$$\text{Valeur actuelle} = \frac{15.208,16}{1,04^5}$$

Il est évident que, quelle que soit la somme dont on cherche la valeur actuelle et quel que soit le taux d'escompte choisi, le mode de calcul reste le même.

Nous formulerons donc la règle générale suivante :

Pour obtenir la valeur actuelle d'une somme qui ne doit être perçue que dans 1, 2, 3, 4... ans, il suffit de diviser cette somme par le total : $1 + \text{taux d'intérêt choisi}$, ce total étant porté au préalable à la première, deuxième, troisième, quatrième, etc, puissance.

Appliquons cette règle au calcul de la valeur globale d'une entreprise par capitalisation des bénéfices futurs, en supposant que ces bénéfices perçus pendant 3 ans s'élèveront successivement à 1.000, 1.500, 1.200 francs, le taux de capitalisation choisi étant de 7 %.

La valeur actuelle du bénéfice perçu au bout de la première année s'élèvera à : $\frac{1.000}{1,07}$

Celle du bénéfice de la 2^e année sera de $\frac{1.500}{1,07^2}$

Celle du bénéfice de la 3^e année sera de $\frac{1.200}{1,07^3}$

La valeur de l'entreprise (égale à la somme des valeurs actuelles des bénéfices futurs) s'élèvera donc à :

$$\frac{1.000}{1,07} + \frac{1.500}{1,07^2} + \frac{1.200}{1,07^3}$$

Soit : $934,57 + 1.310,15 + 979,59 = 3.224,31$.

Pour obtenir ce résultat il nous a fallu effectuer deux calculs de puissances, trois divisions et une addition.

Si l'on avait estimé que des bénéfices seraient réalisés pendant 50 ans, il aurait fallu : 49 calculs de puissances, 50 divisions et 1 addition. Très heureusement, comme nous

allons le voir, on peut, dans la majorité des cas, user de simplifications.

Cas où les bénéfices futurs sont supposés constants.

En pratique, il est rare que l'on puisse prévoir quel sera le montant des bénéfices futurs. Mais on est souvent en droit d'espérer qu'ils seront voisins de ceux du passé, autrement dit que la moyenne des bénéfices futurs ne s'écartera pas exagérément de la moyenne des bénéfices passés¹.

Si, par exemple, les bénéfices des trois années passées se sont élevés à : 1.400 francs.

1.500 »

1.300 »

4.200 francs

soit en moyenne : $4.200 : 3 = 1.400$, on peut estimer, en s'appuyant sur ce que chacun des bénéfices ne s'est guère écarté de la moyenne, qu'il en ira de même dans l'avenir et que les bénéfices des années suivantes seront sensiblement égaux à 1.400 francs.

Comme nous ne pouvons pas prévoir leurs écarts en plus ou en moins par rapport à la moyenne, il est à la fois logique et pratique de supposer que chacun d'eux sera égal à cette moyenne.

La valeur de l'entreprise (en supposant que les bénéfices futurs seront perçus pendant 4 ans et que le taux d'intérêt choisi soit 16 %) sera donc donnée par l'expression suivante :

$$(1) \text{ Valeur actuelle} = \frac{1.400}{1,06} + \frac{1.400}{1.06^2} + \frac{1.400}{1.06^3} + \frac{1.400}{1.06^4}$$

On démontre que la suite précédente est identique à l'expression ci-après :

$$(2) \text{ Valeur actuelle} : \frac{1.400}{0.06} - \frac{1.400}{1.06^4}$$

Nous ne donnerons pas à cette place la démonstration de cette formule², mais nous allons l'expliquer.

1. Ceci n'est pas toujours vrai, comme on le verra plus loin.

2. voir annexe I.

Souscrire au pair à 6 francs de rente perpétuelle 6 % consiste à céder 100 francs en échange d'un revenu annuel perpétuel de 6 francs. Il y a alors équivalence entre un capital de 100 francs et un revenu perpétuel de 6 francs.

Si l'entreprise que nous considérons doit rapporter indéfiniment 1.400 fr., et si, au même moment, l'argent placé à terme indéfini dans des conditions analogues doit rapporter en moyenne 6%, la situation du propriétaire de l'entreprise est la même que s'il avait cédé un capital qui, à 6 %, lui rapporterait indéfiniment 1.400 fr.

La valeur de ce capital inconnu nous est donnée par une simple règle de trois :

$$\begin{array}{l} 6 \text{ fr. de revenu correspondent à un capital de } 100 \text{ fr.} \\ 1 \text{ fr. de revenu correspond à un capital de } \frac{100 \text{ fr.}}{6} \end{array}$$

1.400 fr. de revenu correspondent à un capital de :

$$\frac{100 \times 1.400}{6}$$

ou encore, en divisant le numérateur et le dénominateur par

$$100, \text{ à : } \frac{1.400}{0,06}$$

Par conséquent, le premier terme du second membre de l'expression précédente (2) représente la valeur de l'entreprise si l'on suppose qu'elle doive durer indéfiniment.

Mais dans notre exemple la durée de l'entreprise est limitée à 4 ans.

Puisqu'elle disparaît, le propriétaire qui détenait cette valeur va être en quelque sorte obligé de la restituer dans 4 ans. Donc sa richesse est à diminuer dès maintenant de la *valeur actuelle* de la perte qu'il subira dans 4 ans.

Or, ce qu'il perdra, c'est $\frac{1.400}{0,06}$ et la valeur actuelle de cette perte, à subir dans 4 ans, est égale, comme nous le savons,

$$\text{à : } \frac{\frac{1.400}{0,06}}{1,06^4}$$

C'est exactement ce qu'exprime la formule (2).

Quand les bénéfices futurs seront constants (ou supposés constants) on pourra donc calculer rapidement la valeur d'une entreprise donnée.

On aura :

Valeur de l'entreprise = Bénéfice capitalisé — Valeur Actuelle de la perte à subir lors de la disparition du bénéfice capitalisé.

On peut traduire ceci sous une forme algébrique, en appelant b , le bénéfice futur constant ; i , le taux d'intérêt choisi ; u , l'expression $(1 + i)$; n , le nombre d'années pendant lesquelles on touchera le bénéfice ; V , la valeur cherchée :

$$[I] \quad V = \frac{b}{i} - \frac{\bar{i}}{u^n} (I)$$

Observons immédiatement que cette formule, si on l'applique à la méthode indirecte, devra être considérée dans la plupart des cas comme incomplète. En effet, quand les bénéfices s'éteindront, quand l'entreprise disparaîtra, une valeur résiduelle des biens corporels subsistera généralement entre les mains du propriétaire. Quand il liquidera

1. Le calcul de u^n est très long quand n est un chiffre assez élevé : 6 ans, 15 ans et le risque d'erreur s'accroît en proportion. Indiquons qu'on peut fréquemment simplifier les calculs. Soit à calculer : $1,08^6$. Pour obtenir le résultat directement, il faudrait faire la série de multiplications suivantes : $1,08 \times 1,08 \times 1,08 \times 1,08 \times 1,08 \times 1,08$. Mais cette série est égale à : $1,08^3 \times 1,08^3$. On obtiendra donc $1,08^6$ en multipliant $1,08$ par lui-même ce qui donne $1,08^2$ et en multipliant ce dernier chiffre trois fois par lui-même, ce qui donnera bien $1,08^6$, soit 4 multiplications au lieu de 6. De même, $1,08^{15}$ est équivalent à : $1,08 \times 1,08^3 \times 1,08^4 \times 1,08^8$. Chacune de ces puissances est obtenue en multipliant la puissance précédente par elle-même, soit trois multiplications, et le résultat final est donné par la multiplication successive des quatre puissances, soit quatre multiplications, au total sept multiplications au lieu de quinze. Il sera encore plus pratique, quand on en aura la possibilité, de consulter les tables de Pereire ou de Violaine qui donnent la valeur de u^n et de $\frac{1}{u^n}$ pour un grand nombre de taux et d'années.

Enfin, le lecteur trouvera plus loin (*Annexe II*) des tables des valeurs de u^n et de $\frac{1}{u^n}$ pour les taux les plus usités en matière d'évaluations d'entreprises.

Pour l'établissement de ces tables, on s'est borné à conserver trois décimales, une telle approximation étant largement suffisante dans un genre de problèmes dont plusieurs éléments ne peuvent être déterminés d'une façon rigoureuse. Ces tables ont été utilisées presque constamment pour les exemples de cet ouvrage, sauf dans le présent chapitre.

l'entreprise, il retirera sans doute un prix de ces biens corporels (usines, machines, etc.) qui auront conservé une certaine valeur intrinsèque et qui pourront être recherchés par d'autres entrepreneurs.

Il arrivera parfois (dans le cas d'une fusion, par exemple) que le propriétaire soit à même de céder les biens corporels pour leur valeur de remplacement ; plus souvent il devra se résigner à subir une perte sur tel ou tel élément de son actif. Mais il sera exceptionnel qu'il ne puisse rien retirer des biens corporels au moment où l'entreprise arrivera à son terme, sinon dans l'hypothèse où elle devrait faire retour au propriétaire primitif après un certain nombre d'années (par exemple, concession devant être reprise sans indemnité). On peut supposer encore que la valeur de liquidation puisse être tenue pour négligeable. Dans ces deux cas (et l'on pourrait sans doute en imaginer d'autres) la formule analysée précédemment s'applique purement et simplement.

Mais, dans la plupart des cas, les biens corporels auront une valeur de liquidation substantielle, qu'elle soit égale ou inférieure à leur valeur de remplacement actuelle.

Pour tenir compte de cette donnée, reprenons notre exemple de la page 54, en supposant que la valeur des biens corporels soit de 15.000 fr. et que, lors de la liquidation, dans 4 ans, on puisse espérer retirer 10.000 francs des éléments matériels. A ce moment le propriétaire va donc perdre la valeur des bénéfices capitalisés : $\frac{1.400}{0,06}$ (c'est-à-dire 23.333 francs) mais, simultanément, il va récupérer 10.000 francs correspondant à la liquidation de l'affaire ; il ne perdra donc en réalité que :

$$23.333 - 10.000 = 13.333 \text{ francs.}$$

Cependant, pour faire ce calcul, nous nous sommes transportés par la pensée à 3 ans de date. Mais, à l'heure présente, nous ne devons faire état que de la valeur actuelle de cette différence.

Par suite, la formule de la page 54 sera transformée comme suit :

$$\text{Valeur actuelle} = \frac{1.400}{0,06} - \frac{\frac{1.400}{0,06} - 10.000}{1,06^4}$$

Généralisant, nous dirons que si l'on appelle L la valeur de liquidation d'une entreprise, la formule algébrique de la page 54 devient :

$$[2] \quad V = \frac{b}{t} - \frac{\frac{b}{t} - L}{u^n}$$

Cependant, si la durée présumée de l'entreprise est considérable, nous allons obtenir, à force de multiplier u par lui-même, un nombre extrêmement grand. Par suite, le quotient de la division de $(\frac{b}{t} - L)$ par u^n sera si petit par rapport à $\frac{b}{t}$ qu'on pourra le négliger dans les calculs. Ainsi, la valeur de l'entreprise pourra être assimilée dans cette hypothèse à :

$$[3] \quad V = \frac{b}{t}$$

Nous sommes donc ramené au cas qui a servi de point de départ à nos explications (page 55).

Bien entendu, il n'y a aucune espèce de chance pour qu'une exploitation dure indéfiniment; cependant, quand le terme d'une entreprise ne peut être prévu à l'avance et ne sera vraisemblablement pas atteint avant un grand nombre d'années, on peut considérer que cette entreprise durera indéfiniment et appliquer la formule [3].

On examinera d'ailleurs en détail, par la suite, ces différents cas.

III. — La valeur vénale de l'entreprise.

Etant désormais en mesure de calculer M et V , nous pouvons maintenant déterminer F . Mais une question se pose ici.

Du point de vue du *vendeur*, F est exactement égal à la différence entre V et M . La formule $V = M + F$ exprime littéralement (en théorie, bien entendu) sa situation en tant que propriétaire de l'entreprise. Mais il n'en va pas de même pour l'*acheteur*. Ce dernier n'aurait sans doute aucun intérêt à se substituer au propriétaire primitif s'il devait rembourser intégralement à ce dernier la valeur intrinsèque de l'affaire.

En effet, une telle convention équivaldrait pour l'acheteur à ne *jamais* profiter des bénéfices pendant toute la durée de l'entreprise, puisque ces bénéfices auraient été versés à l'avance au propriétaire primitif. L'acquéreur ferait donc un marché de dupe¹, d'autant plus que des bénéfices « futurs » présentent toujours un caractère aléatoire et peuvent fort bien ne pas se concrétiser.

Enfin, comme on l'a indiqué pages 13 et suivantes, la clientèle cédée par le propriétaire du fonds est destinée, dans la plupart des cas, à disparaître plus ou moins rapidement pour être remplacée par une clientèle nouvelle, fruit de l'activité du nouvel exploitant. Il faut donc, en matière de cessions de fonds, se baser exclusivement sur la valeur de la clientèle ancienne.

Pour tenir compte de ces diverses considérations on peut mettre en œuvre différents procédés :

1° On peut partager forfaitairement la valeur du fonds de commerce entre l'acheteur et le vendeur.

2° On peut faire état, dans l'évaluation, de la disparition progressive de la clientèle *achetée* (à laquelle se substitue invisiblement une clientèle nouvelle), en *amortissant* en conséquence la valeur du fonds.

3° On peut évaluer l'entreprise en faisant entrer en ligne de compte la *diminution progressive des bénéfices* provenant de l'élimination de la clientèle primitive.

Nous examinerons plus loin ces procédés; mais nous devons attirer, dès à présent, l'attention du lecteur sur la modification qu'il convient d'apporter à la formule [1],

1. Sauf dans le cas d'une entreprise ou d'un fonds dont les perspectives de développement rapide et prochain sont extrêmement favorables.

si l'on admet le principe de la réduction progressive des bénéfices cédés par le vendeur.

On a vu page 54 que, pour établir la formule [1], nous avons supposé que les bénéfices futurs seraient égaux en principe à la moyenne des bénéfices des années passées.

En réalité, une telle hypothèse peut fort bien ne pas se réaliser et, dans certains cas, on peut être amené à penser *a priori* que ces bénéfices futurs, en tant qu'ils prennent leur source dans les efforts passés de l'ancien ou des anciens propriétaires, loin d'être constants, feront, au contraire, l'objet d'une diminution continue.

Cette diminution pourra d'ailleurs varier d'année en année, mais le raisonnement que nous avons fait plus haut s'applique également dans ce cas. Comme l'on travaille en pratique sur des moyennes, il est loisible de supposer que la diminution jouera d'une façon régulière et, par exemple, que les bénéfices originels diminueront chaque année à raison de $1/20^e$.

Que deviendra dans ces conditions la valeur de capitalisation des bénéfices? Prenons un exemple.

Soit un bénéfice initial de 100 fr. destiné à diminuer chaque année de $1/20^e$ et à disparaître au terme de 3 ans.

Le bénéfice de la première année sera donc : 100

Le bénéfice de la deuxième année sera :

$$100 - \frac{1}{20} \times 100 = 100 - 5, \text{ ci} \dots\dots\dots 95$$

Le bénéfice de la troisième et dernière année sera

$$100 - \frac{2}{20} \times 100 = 100 - 10, \text{ ci} \dots\dots\dots 90$$

Si nous capitalisons à 10% ces bénéfices, la valeur actuelle ainsi obtenue sera égale à :

$$V = \frac{100}{1,10} + \frac{95}{1,10^2} + \frac{90}{1,10^3}$$

$$V = 90,90 + 78,51 + 67,61 = 237,03$$

Dans ce cas encore, il serait désirable de diminuer le nombre des opérations. Il existe effectivement une formule qui permet de réduire le nombre des calculs quand

ils doivent porter sur beaucoup d'années. Nous la donnons sans démonstration¹. Voici son application à l'exemple précédent :

$$V = \frac{1}{0,10} \left(1 - \frac{1}{1,10^3} \right) \left(100 - \frac{5}{0,10} - 5 \times 3 \right) + \frac{5 \times 3}{0,10}$$

c'est-à-dire :

$$V = \frac{1}{0,10} \left(1 - \frac{1}{1,331} \right) (100 - 65) + 150 = 237,03$$

Voici la formule générale en notation algébrique (la notation est la même que pour la formule (1) à l'exception du terme a qui désigne le bénéfice de la première année, et du terme β qui désigne la diminution annuelle du bénéfice) :

$$[4] \quad V = \frac{1}{i} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) \left(a - \frac{\beta}{i} - \beta n \right) + \frac{\beta n}{i} \quad (2)$$

Enfin, avant de terminer l'examen des formules de valeur actuelle, il y a lieu d'examiner une dernière hypothèse : celle où le point de départ des bénéfices serait retardé de une ou plusieurs années ; tel est, notamment, le cas d'une entreprise nouvelle destinée à ne donner de bénéfices qu'à partir du moment où ses travaux d'installation seront entièrement achevés (par exemple : mines, chemin de fer, canaux).

Dans ce cas, nous nous reporterons par la pensée à l'année où commenceront à se matérialiser les bénéfices et nous calculerons la valeur de l'entreprise en appliquant une des formules qui viennent d'être établies. Ceci nous donnera la valeur de l'entreprise au début de la première année bénéficiaire. Mais comme cette première année bénéficiaire est éloignée de 1, 2, ..., m années, nous ne devons tenir compte que de la valeur actuelle de la somme que nous aurons trouvée, c'est-à-dire diviser cette somme par u , u^2 u^m , suivant les cas.

1. On en trouve la démonstration algébrique à l'Annexe I.

2. Si, au lieu d'être décroissants ou constants, les bénéfices futurs étaient croissants (dans le cas, par exemple, d'une entreprise en plein développement), la même formule pourrait être utilisée en remplaçant respectivement :

$$-\frac{\beta}{i}, -\beta n \text{ et } +\frac{\beta n}{i} \text{ par } \frac{\beta}{i} + \beta n \text{ et } -\frac{\beta n}{i}$$

Dans ce cas, β représenterait l'accroissement annuel du bénéfice.

CHAPITRE III

EXAMEN DES METHODES EMPLOYEES : METHODES DIRECTES

Il existe à notre connaissance un assez grand nombre de méthodes directes. Il serait long et fastidieux de procéder à un examen complet de chacune d'elles, d'autant plus qu'elles ne diffèrent souvent que par des détails. Nous nous bornerons donc à donner quelques indications sommaires sur la plupart d'entre elles, nous réservant d'analyser d'une façon plus approfondie celles qui sont utilisées en France. Nous étudierons également d'une façon complète la méthode de l'auteur anglais *Leake* qui, de toutes celles que nous allons passer en revue, est assurément la plus souple et la plus rationnelle.

Pour permettre aux lecteurs de comparer les résultats obtenus en utilisant différentes méthodes, nous nous servirons constamment du même exemple : achat d'une entreprise dans laquelle les capitaux investis s'élèvent à 230.000 francs et dont les revenus nets sont de 45.000 francs, taux 5 %.

I. Les méthodes directes empiriques.

a) FIXATION ARBITRAIRE DE LA VALEUR DU FONDS DE COMMERCE PAR LES PARTIES.

On ne saurait en pareil cas parler de méthode, alors que les intéressés se livrent à l'intuition, à l'improvisation et au marchandage. Nous craignons fort qu'une telle manière de procéder ne se traduise souvent par des résultats très décevants.

b) EVALUATION D'APRÈS LE VOLUME DE LA PRODUCTION
OU LE CHIFFRE D'AFFAIRES.

Cette méthode est fréquemment appliquée aux estimations de petites entreprises et même, dans certains cas, elle est susceptible de rendre des services, tout au moins à titre de recoupement, dans les évaluations d'affaires considérables.

1. *Petites entreprises.*

Dans le commerce de détail, la comptabilité est souvent rudimentaire, mal tenue, fantaisiste. Il est alors très malaisé d'en dégager le bénéfice réel. Par contre, il est souvent plus facile de déterminer le chiffre d'affaires ou le nombre d'unités vendues.

Si l'on connaît l'un de ces éléments, on peut tenter d'en déduire la valeur de l'entreprise, pourvu que les conditions suivantes soient remplies¹ :

1° L'entreprise vend au comptant (sinon le chiffre d'affaires pourrait être gonflé par de larges crédits à des clients insolvables).

2° Chaque article vendu rapporte le même pourcentage de bénéfice.

(On pourra ainsi dégager le bénéfice du chiffre d'affaires et en déduire la valeur de l'entreprise.)

Si ces deux conditions sont remplies, il est possible d'appliquer une des méthodes d'évaluation en utilisant le bénéfice dérivé du chiffre d'affaires.

On peut aussi dans certains cas procéder à une évaluation par comparaison. On part alors du postulat suivant : plusieurs entreprises de la même branche, si elles produisent ou vendent une même quantité de marchandises ou de services, doivent avoir une valeur similaire. Si, au contraire, le volume de leur production ou de leurs ventes diffère, on admet que leur valeur diffère également, proportionnellement aux divergences constatées.

1. Cf. Abdel Kerim, *La clientèle commerciale*, p. 187.

Pour que la comparaison soit efficace, il faut que les conditions suivantes soient remplies¹ :

1° Il doit s'agir de branches d'affaires où il existe un grand nombre d'entreprises similaires, présentant beaucoup d'analogies les unes avec les autres.

2° Il faut que de telles entreprises fassent l'objet de transactions assez fréquentes.

3° Il faut que la comparaison porte sur des entreprises dont les prix de vente et les frais de vente sont similaires. Ce n'est généralement le cas que si elles sont situées dans la même région ou dans la même ville (voire dans le même quartier).

4° Il faut également qu'à volume de production égal les prix de revient des entreprises comparées ne diffèrent pas exagérément. C'est là que réside précisément le point faible de cette méthode, car l'expérience démontre que, pour des raisons subjectives ou objectives, les prix de revient d'entreprises placées, en apparence, dans des conditions analogues varient fréquemment dans une mesure considérable et parfois inexplicable.

La méthode d'évaluation d'après les quantités produites est utilisée notamment dans la boulangerie : le prix de vente du fonds est calculé sur la base de la cuisson quotidienne d'une période de quinze jours, pour laquelle le vendeur garantit à l'acheteur un chiffre d'affaires donné.

Si, à l'expiration des quinze jours, le chiffre fixé à l'avance est atteint, la vente devient ferme ; s'il n'est pas atteint, mais s'il dépasse un minimum convenu, le prix de vente est réduit proportionnellement ; enfin, s'il est inférieur au minimum, l'acheteur a le droit de résilier la vente.

Le principal inconvénient de ce mode d'évaluation, c'est que la période contrôlée, nécessairement très courte, ne permet pas à l'acheteur de se faire une idée juste du chiffre de ventes annuel. D'autre part, la brève durée de ce contrôle favorise la fraude suivante : le vendeur enrôle ses parents et ses amis pour venir faire leurs achats chez lui

1. Cf. Schmalenbach, *Finanzierungen*, p. 63.

pendant la période critique. L'acheteur recueille ainsi l'impression d'une prospérité qui n'est qu'illusoire¹.

On n'utilisera donc cette méthode qu'avec la plus grande prudence et en cherchant à établir un contrôle, si imparfait soit-il, à l'aide de la comptabilité ou, à défaut, en procédant à une enquête discrète sur l'importance de la clientèle régulière.

2. *Entreprises importantes.*

La plupart de ces entreprises ont une comptabilité suffisante pour qu'on puisse en dégager les bénéfices et appliquer l'une des méthodes mathématiques. L'emploi de la méthode d'évaluation basée sur la production ou sur le chiffre d'affaires n'est donc pas imposé par la nécessité de suppléer à l'ignorance du bénéfice.

Toutefois, sous sa forme comparative, elle peut, en dépit de son caractère rudimentaire, rendre des services à titre de méthode auxiliaire de recoupement.

Les possibilités d'application sont soumises aux mêmes conditions que dans le cas des petites entreprises (voir page 64).

c) EVALUATION SUR LA BASE D'UN CERTAIN NOMBRE D'ANNÉES DE BÉNÉFICES.

Cette méthode, extrêmement usitée, comporte un très grand nombre de modalités d'application.

1. *Méthode classique anglaise.*

On multiplie le bénéfice moyen des dernières années par 1, 2, 3, 4, 5, suivant les cas.

La valeur du fonds serait donc comprise entre :

$$45.000 \times 1 = 45.000 \text{ et } 45.000 \times 5 = 225.000$$

1. Cf. sur ce point : A. Miniconi, *Des fraudes dans les ventes de fonds de commerce*, thèse, 1914, chapitre V.

2. Méthode de Schönwandt¹

On défalque du bénéfice moyen la rémunération du travail de l'acheteur. On multiplie le solde par un coefficient inférieur ou égal à 4.

Exemple :

Revenu net.....	45.000
Moins rémunération de l'acheteur.....	15.000
	30.000
Valeur maximum du fonds $30.000 \times 4 =$	120.000

3. Méthode de la Ville de Hambourg¹.

La valeur du fonds est uniformément évaluée à une année de bénéfices.

Dans notre exemple, le fonds vaudrait donc : 45.000 fr.⁴.

4. Méthode usuelle française (appliquée quand la durée du bail constitue un facteur prépondérant)

La valeur du fonds est assimilée au produit du bénéfice moyen multiplié par un coefficient variant entre le tiers et la moitié du nombre des années de bail restant à courir (voir p. 37).

Si nous supposons que la durée à courir du bail atteigne 9 ans, la valeur du fonds sera donc comprise entre :

$$45.000 \times 3 = 135.000 \text{ fr. et } 45.000 \times 4,5 = 202.500 \text{ fr.}$$

Voici les principales critiques que l'on peut opposer à ces méthodes :

1° Le coefficient par lequel on multiplie le bénéfice est arbitraire. Sur quelle considération s'appuiera-t-on pour retenir comme adéquat un, deux, trois ou tout autre nombre, ou, dans la méthode française, pour fixer le nombre d'années à capitaliser? Seul le hasard en décidera ou plutôt la ténacité, l'art du marchandage, le « bluff » des parties.

2° La simplicité de ces méthodes est acquise aux dépens de leur précision, car comment pourrait-on intégrer dans un coefficient unique tous les éléments qui peuvent influencer

1. Cité d'après Axer, *Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen*.

sur la valeur d'un fonds de commerce : risque de l'entreprise, stabilité de la clientèle vendue, etc... ? Elles ne tiennent d'ailleurs pas davantage compte des variations des taux d'intérêt de base¹.

L'attention des parties n'est même pas attirée sur ces difficultés et elles risquent fort de négliger de faire entrer dans leurs calculs certains éléments cependant essentiels.

Ajoutons que la pratique aggrave encore fréquemment les défauts précédents. Le bénéfice est souvent calculé d'une façon très grossière. On ne tient pour ainsi dire jamais compte des intérêts du capital engagé et l'on ne pense que rarement à déduire du bénéfice la somme nécessaire pour rémunérer le travail de l'acheteur².

En résumé, ces méthodes nous paraissent trop arbitraires et trop rudimentaires et nous estimons qu'on doit les écarter en faveur des méthodes plus rationnelles que nous allons définir ci-après.

II. Les méthodes directes mathématiques.

1. MÉTHODE DE MANFRED BERLINER ³.

Cette méthode se rapproche beaucoup des méthodes empiriques que nous venons d'analyser. Cependant, comme elle s'appuie sur un raisonnement un peu plus poussé, nous avons jugé devoir la classer parmi les méthodes mathématiques. Voici quel est son principe :

On défalque du bénéfice moyen l'intérêt des capitaux investis et une somme correspondant à la rémunération du travail de l'acheteur. On multiplie le surplus par *le nombre d'années dont l'acheteur aurait besoin pour rendre l'affaire également productive* : le chiffre ainsi trouvé est la valeur du fonds.

1. Voir sur ce point, Chap. VII.

2. Voir sur ce point, p. 106 et suiv.

3. Cette méthode et les méthodes suivantes sont citées d'après Axer, *op. cit.*

Exemple :

Revenu net		45.000
Moins : rémunération du travail	15.000	
Intérêts des capitaux investis (5 %)	11.500	26.500
Surplus		18.500

Si l'on suppose que quatre ans seraient nécessaires pour qu'une affaire nouvelle analogue rapporte 45.000 fr., la valeur du fonds s'élèvera à $4 \times 18.500 = 74.000$ francs. On notera à l'actif de cette méthode qu'elle fait expressément état de la rémunération du capital et du travail de l'acheteur et qu'elle cherche à justifier logiquement le coefficient de multiplication du superbénéfice.

Cependant elle ne permet encore d'obtenir qu'une approximation sommaire. En effet :

1° Si une affaire normale était fondée par l'acheteur, il est probable que les surplus suivraient une marche progressive, par exemple :

3.000, 7.000, 12.000, 18.500.

Les bénéfices provenant du vendeur ne s'élèvent donc qu'à :

$$18.500 + 15.500 + 11.500 + 6.500 = 52.000 \text{ fr.}$$

2° De toute façon l'acheteur ne devrait payer que la valeur actuelle des surplus et non pas leur valeur nominale.

2. MÉTHODE DE GUSTAV MÜLLER.

Cet auteur applique la même méthode que *Berliner* pour calculer le surplus mais il *capitalise* ce surplus sur la base de l'intérêt attribué aux capitaux investis multiplié par 2.

Exemple :

Solde à capitaliser (voir exemple I)	18.500
Taux de capitalisation : $2 \times 5\% = 0,10$	
$\frac{18.500}{0,10} =$ Valeur du fonds :	185.000 fr.

Cette méthode suppose que les superbénéfices seront touchés indéfiniment. Elle aboutit à un partage par moitié de ces superbénéfices entre l'acheteur et le vendeur. Il semble qu'on puisse l'utiliser dans les cas où la clientèle apportée est très stable, sinon elle aboutirait à des résultats désavantageux pour l'acheteur.

3. MÉTHODE DE FRIEDLÄNDER.

Friedländer déduit du bénéfice net l'intérêt des capitaux investis et capitalise le solde suivant les cas d'espèce.

Exemple :

Bénéfice net	45.000
Moins intérêts des capitaux investis (5%)	11.500
	<u>33.500</u>

$$\text{Capitalisé à 15\% : } \frac{33.500}{0,15} = 223.300 \text{ fr.}$$

4. MÉTHODE DU PROFESSEUR AULER.

On retranche du revenu l'intérêt à servir au capital investi. On capitalise le surplus sur la base d'un taux d'intérêt un peu plus élevé. Enfin, on réduit de moitié le chiffre ainsi trouvé pour tenir compte du risque de concurrence :

Exemple :

Bénéfice net	45.000
Moins intérêts du capital investi (5%)	11.500
	<u>33.500</u>

$$\text{Capitalisation à 8\% : } \frac{33.500}{0,08} = 418.750 \text{ fr.}$$

$$\text{Valeur du fonds : } \frac{418.750}{2} = 209.375 \text{ fr.}$$

Les méthodes [3] et [4] que nous venons d'exposer présentent les caractéristiques suivantes ;

1° Elles ne tiennent pas compte de la rémunération du travail de l'acheteur, peut-être parce que les auteurs n'ont envisagé que le cas des sociétés dans lesquelles la rémunération des dirigeants apparaît sous la forme de frais généraux. Un redressement serait donc nécessaire si on voulait les appliquer à des entreprises privées et surtout à de petites entreprises.

2° Elles sont plus souples que les méthodes précédentes et surtout que les méthodes empiriques. Elles permettent en faisant varier le taux de capitalisation de tenir compte des cas d'espèces. Elles tiennent compte des fluctuations de l'intérêt de base.

3° Cependant elles sont encore très sommaires et ne permettent guère une analyse détaillée des influences qui peuvent modifier la valeur d'un fonds de commerce.

5. MÉTHODE DU PROFESSEUR RETAIL.

Nous avons fait déjà allusion à cette méthode dans la première partie de cet ouvrage à propos de la critique qu'en a faite *M. Bercol*.

Appliquons la formule classique de la valeur actuelle (formule [1] p. 56) *M. Retail* capitalise le revenu net sur la base du taux d'escompte de la Banque de France, puis il partage par moitié la somme obtenue entre l'acheteur et le vendeur.

Dans le cas d'un bail de 9 ans, le taux d'escompte étant supposé de 5%, la valeur du fonds s'élèverait à :

$$V = \frac{1}{2} \times \frac{30.000}{0,05} \left(- \frac{1}{1,059} \right) = \frac{213.200}{2} = 106.600 \text{ francs}$$

Si la durée de l'entreprise était indéterminée, la valeur du fonds s'élèverait à :

$$V = \frac{1}{2} \times \frac{30.000}{0,05} = 300.000 \text{ francs.}$$

En somme *M. Retail* considère le bénéfice de l'entreprise comme la rente du fonds de commerce. Il précise même

que « l'intérêt du capital personnel de l'exploitant ne devra pas être admis en déduction du bénéfice, puisque le bénéfice net précisément est la rémunération de ce capital, dont le commerçant a cherché un emploi avantageux en l'employant à l'achat d'un fonds¹ ».

Nous ne sommes pas d'accord sur ce point avec *M. Retail*. A notre avis, il ne faut pas confondre bénéfice de l'entreprise et intérêt du capital investi. Il suffit de supposer que ce capital n'appartienne pas à l'entrepreneur pour se rendre compte qu'il existe une différence fondamentale entre *intérêt* et *bénéfice*. Si le capital est emprunté, l'entrepreneur paiera au propriétaire de ce capital un intérêt plus ou moins élevé suivant le risque encouru; mais, normalement, cet intérêt sera inférieur au bénéfice net (nous entendons par bénéfice net, comme *M. Retail*, le bénéfice dont a été déjà retranchée la rémunération du travail de l'entrepreneur). Cette différence, que certains économistes appellent le profit pur, est la récompense de l'esprit d'initiative de l'entrepreneur. C'est exactement la fraction du bénéfice net dont la capitalisation représente le fonds de commerce.

Quand l'entrepreneur se retirera et vendra son affaire, il remboursera, sur le produit de cette vente, au capitaliste prêteur les sommes que celui-ci lui aura avancées à l'origine pour créer l'entreprise, pour acheter du matériel, des marchandises, etc. Une fois ce remboursement opéré, il devra lui rester un excédent si l'entreprise a prospéré et cet excédent constitue justement la valeur du fonds de commerce.

C'est ce que nous avons déjà exprimé sous une autre forme en disant que la valeur de l'entreprise était égale à la somme de la valeur de ses biens corporels et de la valeur du fonds :

$$V = M + F.$$

M. Retail ne tient pas compte de *M*. Et pourtant les

1. L. Retail, *L'expertise judiciaire en matière de fonds de commerce et de propriété commerciale*, p. 49.

capitaux ainsi investis doivent être rémunérés, comme s'en apercevra, non sans déplaisir, l'acheteur d'un fonds qui, ayant investi tous ses capitaux disponibles dans l'achat de ce fonds, se trouvera obligé d'avoir recours à un prêteur ou à une banque ou au crédit des fournisseurs pour mettre en route son entreprise.

Il s'ensuit que la formule de *M. Retail* n'est économiquement justifiable que si l'on a soin d'y apporter un correctif en déduisant du bénéfice net une somme correspondant à l'intérêt du capital investi par l'exploitant ; c'est ainsi que procèdent les auteurs dont nous venons d'examiner les méthodes. Il nous paraît que, faussée par ce vice de raisonnement initial, la méthode préconisée par *M. Retail* conduit inévitablement à majorer indûment la valeur des fonds, inconvénient qui s'accroît dans la mesure même où le capital engagé est plus important.

Il est vrai que dans le commerce de détail la valeur du fonds représente souvent la majeure partie du capital de l'exploitant. Dans ce cas, les conséquences injustes pour l'acheteur de l'application de la méthode précitée sont réduites au minimum, mais elles n'en subsistent pas moins.

Nous contestons également le choix du taux de capitalisation proposé par *M. Retail*. Le taux d'escompte de la Banque de France s'applique à des placements à court terme (escompte de papier de commerce) sous forme de créances très solidement garanties (trois signatures). Le risque couru est donc incomparablement moindre que pour l'achat d'un fonds de commerce, opération à caractère toujours spéculatif. Le risque varie d'ailleurs selon le genre d'entreprise envisagée et il n'est pas possible d'adopter un taux de capitalisation une fois pour toutes¹.

6. MÉTHODE DE M. LEAKE 2

Après avoir défalqué du bénéfice global la rémunération du travail de l'acheteur et la fraction qui correspond à l'in-

1. Sur ces points, voir chap. VII.

2. Leake, *Commercial Goodwill*, chapitre II.

térêt du capital investi. M. *Leake* calcule d'après la formule [1] ou [4] la valeur actuelle du supplément de bénéfices pendant un certain nombre d'années; c'est cette valeur actuelle qui représente, selon M. *Leake*, le prix du fonds.

M. *Leake* estime qu'en règle générale l'action de la concurrence tend à rendre temporaire ce superbénéfice, c'est-à-dire à faire baisser le revenu futur jusqu'à ce qu'il soit ramené à l'intérêt normal des capitaux investis (compte tenu du risque, variable d'une branche à l'autre).

M. *Leake* fait d'ailleurs remarquer que, de par sa nature même, la valeur actuelle des annuités tend à décroître rapidement au fur et à mesure que s'éloigne le moment où la valeur nominale de ces annuités sera perçue.

C'est ainsi que, pour un taux de capitalisation de 5 %, les valeurs actuelles des annuités postérieures à la 60^e année sont pratiquement négligeables. Si nous supposons qu'il s'agisse d'annuités constantes de 100 francs, la valeur actuelle des 60 premières annuités ressort à : frs 1.892.92; celle des 40 annuités suivantes n'est plus que de : frs 91.57. Ainsi, quand on achète un fonds de commerce dont la durée est supposée de 100 ans, l'erreur commise en négligeant les 40 dernières annuités ne dépasse pas 5 % du prix payé.

Si le taux de capitalisation augmente (et nous verrons dans la troisième partie qu'il est rare qu'on puisse raisonnablement choisir un taux de capitalisation aussi faible que 5 %) le nombre d'annuités utiles diminue progressivement. Pour un taux de 10 %, la valeur actuelle des 10 premières annuités s'élève à 614.46, celle des 10 suivantes à 236.90, celle des 10 suivantes à 91.33 et celle des 70 annuités suivantes n'est plus au total que de 57.25. En d'autres termes, seule compte aux yeux de l'acheteur la première période de 30 ans, car le droit de recevoir des annuités perd pratiquement presque toute valeur pour la période suivante.

Indiquons encore que, sur la base d'un taux de capitalisation de 20 %, les 10 premières annuités valent 419.27, les annuités suivantes, à elles toutes, dépassant à peine 80.84.

Cette remarque est intéressante, car elle permet de limi-

ter la période sur laquelle on fera porter les calculs. Si l'on choisit, par exemple, un taux de capitalisation de 10 %, il n'y a pas lieu de se demander si le fonds de commerce durera plus de 30 ans et l'on peut même se borner à considérer ses chances d'exister encore dans 20 ans sans craindre de causer un tort sérieux à l'une ou à l'autre des parties.

M. Leake considère de plus, on l'a dit, que dans beaucoup de cas la clientèle cédée est destinée à disparaître rapidement. Ceci ne veut pas dire que la nouvelle maison perdra ses clients, mais que, peu à peu, des clients nouveaux attirés par les initiatives et les qualités personnelles de l'acheteur du fonds se substitueront aux clients anciens, un effort continu étant d'ailleurs également nécessaire pour conserver la clientèle ancienne. Pour tenir compte de cette donnée à laquelle nous avons déjà fait allusion dans la première partie de cet ouvrage, *M. Leake* propose de considérer les bénéfices provenant de la clientèle primitive comme diminuant peu à peu pour disparaître au bout d'un certain temps¹.

Il va de soi que cette diminution réduit encore le nombre d'années dont les annuités sont intéressantes. C'est ainsi que si elle atteint, par hypothèse, 1/20 par an (c'est-à-dire si l'on suppose que la clientèle primitive aura disparu dans 20 ans) la valeur totale des 20 annuités de 100 francs pour un taux de 10 % s'élèvera à 574,33; cependant l'erreur commise en négligeant les 7 dernières annuités ne dépasserait guère 5 % du chiffre précédent et elle n'atteindrait pas 13 % si on laissait de côté les 10 dernières annuités².

Ainsi, selon *M. Leake*, le fonds de commerce présente les caractères suivants :

Il correspond à un superbénéfice que l'action de la concurrence risque d'amenuiser ou de faire disparaître rapidement (sauf dans le cas d'un monopole de fait ou de droit).

En règle générale, ce superbénéfice s'amointrira progressivement (soit définitivement, soit pour être remplacé

1. Bien entendu, il s'agit là d'une question de cas d'espèce.

2. Ajoutons que le caractère aléatoire des bénéfices futurs s'accroît au fur et à mesure qu'on envisage un avenir plus éloigné. C'est une raison de plus pour écarter des calculs les dernières annuités.

par un superbénéfice qui sera l'œuvre exclusive de l'acheteur).

Exemple :

Bénéfice net.....	45.000	
Moins : rémunération du travail	15.000	
Intérêt du capital	23.000	38.000
Superbénéfice		<u>7.000</u>

Supposons que le superbénéfice soit considéré comme constant et qu'on estime que sa durée soit limitée à 10 ans ; admettons que le taux de capitalisation adéquat soit de 10 %. Voici quelle sera la valeur du fonds ; par application de la formule [1]¹ :

$$V = \frac{7.000}{0,10} \left(1 - \frac{1}{1,10^{10}} \right) = 43.000 \text{ francs.} \quad (1)$$

Autre hypothèse : les superbénéfices sont considérés comme décroissant à raison de 500 francs par an. On décide de ne tenir compte que de 5 années de bénéfices².

L'application de la formule de la page 87 nous donne la valeur suivante :

$$V = \frac{1}{0,10} \left(1 - \frac{1}{1,10^5} \right) \left(7.000 - \frac{500}{0,10} - 500 \times 5 \right) + \frac{500 \times 5}{0,10}$$

$$V = 23.000$$

Si l'on compare la méthode de *M. Leake* à celles qui ont été analysées auparavant, on voit aisément qu'elle est de beaucoup la plus complète et la plus plastique.

En effet :

1° Elle tient compte de l'intérêt du capital investi.

2° Elle tient compte de la rémunération du travail de l'acheteur.

1. Nous avons capitalisé à 10 %, parce que c'est le taux habituellement adopté par *M. Leake*. A 5 % (taux adopté pour les exemples précédents), la valeur du fonds s'élèverait à 54.000 fr.

2. *M. Leake* n'a envisagé que le cas où les bénéfices s'amortissent complètement sur la période considéré. Dans l'exemple précédent, il aurait admis que les bénéfices décroissent de 1.400 francs par an en 5 ans, ou, si l'on avait voulu tenir compte d'une diminution annuelle de 500 francs, il aurait fait porter l'amortissement sur 14 ans. Notre formule est plus souple.

3° L'acheteur ne paye, ce qui est rationnel, que la valeur *actuelle* des superbénéfices.

4° Elle permet, si on le désire, d'adopter un taux différent pour la rémunération du capital et pour la capitalisation des superbénéfices.

5° Elle permet de tenir compte du degré de stabilité présumé de la clientèle (capitalisation sur une durée indéterminée ou sur une durée limitée, bénéfices constants ou décroissants).

6° En faisant varier le taux, on est en mesure de tenir compte du degré de risque plus ou moins grand inhérent à la branche d'entreprise envisagée.

C'est pourquoi nous pensons que la méthode de *M. Leake* est, de toutes les méthodes directes que nous avons analysées, la plus parfaite (ce qui ne veut pas dire que les autres techniques ne soient pas susceptibles de rendre des services dans certains cas d'espèce).

Aussi, dorénavant, nous référerons-nous constamment à cette méthode (sauf spécification contraire) chaque fois que nous aurons recours à la méthode directe d'évaluation des fonds de commerce.

CHAPITRE IV

EXAMEN DES METHODES EMPLOYEES : METHODES INDIRECTES

La méthode directe, même sous la forme perfectionnée que lui a donnée *M. Leake*, ne peut guère s'appliquer *seule*, sinon dans les cas où le fonds de commerce constitue le principal élément de l'entreprise et où les éléments matériels, et principalement les immobilisations, passent au second plan.

On peut donc utiliser la méthode directe lorsqu'il s'agit d'évaluer une clientèle civile (clientèle de médecin, par exemple), un fonds de commerce d'intermédiaire, un fonds de commerce d'un petit magasin de détail, etc.

Au contraire, dès que l'importance relative des immobilisations s'accroît, notamment dans l'*industrie*, il semble préférable d'avoir recours aux méthodes indirectes qui tiennent spécialement compte de ces immobilisations et, plus généralement, de tous les éléments matériels de l'actif dont on s'attache alors à déterminer séparément la valeur de remplacement (valeur d'achat à l'état neuf, au moment envisagé, après déduction des amortissements nécessaires).

Le principe général des méthodes indirectes consiste à comparer cette valeur de remplacement des éléments matériels à la valeur du bénéfice *global* capitalisé (ou valeur de capitalisation), cette dernière correspondant à la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Voici en quels termes *Axer*¹ fait ressortir la liaison intime qui existe entre ces deux valeurs :

1. *Axer, op. cit.*, p. 15.

« Cette liaison tient notamment au fait qu'aucun entrepreneur n'aura l'idée d'acquérir une fabrique pour en poursuivre l'exploitation si cette fabrique n'assure pas de revenus suffisants ou surtout si elle travaille à perte, et cela quelle que soit la valeur de remplacement des immobilisations, à moins qu'il n'y ait des raisons sérieuses de prévoir une amélioration prochaine¹. Par ailleurs, lorsqu'on procède à une évaluation, il n'est pas indifférent de savoir que, sur deux entreprises produisant le même revenu, les valeurs immobilisées de l'une sont très élevées et celles de l'autre très faibles. Enfin, des immobilisations considérables assurent au capital investi une certaine sécurité, bien que le plus souvent très insuffisante. »

1. MÉTHODE DE SCHMALENBACH.

(préconisée également par MM. Auler et Moral)

Cette méthode consiste à calculer la valeur de remplacement des biens corporels de l'entreprise, puis la valeur capitalisée du bénéfice moyen des dernières années. On combine ensuite les deux montants obtenus.

Le professeur *Schmalenbach* considère les revenus futurs comme constamment égaux et il les capitalise en utilisant la formule [3] (entreprise à durée indéfinie).

Exemple :

Valeur de remplacement des biens corporels d'une entreprise : 2.300.000 francs.

Revenu futur prévu : 300.000 francs.

Valeur de capitalisation à 10 % du revenu futur :

$$\frac{300.000}{0,10} = 3.000.000 \text{ de francs.}^2$$

1. Cette règle comporte d'ailleurs des exceptions : par exemple, le rachat d'une entreprise pour supprimer un concurrent.

2. On peut faire intervenir ici la notion de « durée critique du revenu utile », mise en lumière par le Dr *Schubert* et par l'architecte *Goedecke* :

$\frac{300.000}{0,10}$ est équivalent à $\frac{100}{10} \times 300.000$, c'est-à-dire à 10×300.000 . Autre-

ment dit, établir le prix d'une entreprise en capitalisant à 10 % son revenu

On voit que cette valeur dépasse de 700.000 francs la valeur des biens corporels.

Etant donnée cette différence importante, il convient de se demander pourquoi une entreprise aussi prospère n'a pas suscité de concurrents et si des concurrents ne vont pas surgir, car la marge de 700.000 francs capitalise, non pas le rendement normal des capitaux engagés, mais un bénéfice supplémentaire tenant à la qualité de la clientèle.

Mais comme cette plus-value est généralement le fruit de la bonne organisation de l'entreprise, la question qui se pose est celle de savoir si, avec une mise de fonds de 700.000 francs, des concurrents seraient en mesure de créer une organisation équivalente. C'est là une question de cas d'espèce. Cependant, à moins que des raisons évidentes (monopole de droit ou monopole de fait) ne s'opposent à l'apparition de la concurrence, on doit toujours tenir pour possible la création d'entreprises rivales et il est prudent de supposer que leur organisation pourrait être mise sur pied avec une dépense moindre que la différence entre la valeur de remplacement des biens corporels et la valeur du revenu capitalisé.

Schmalenbach estime qu'on ne doit tenir compte de cette différence qu'à raison de 50 %. Dans notre exemple, le fonds de commerce vaudrait donc $700.000 : 2 = 350.000$ fr.

Cette méthode consiste donc à assimiler la valeur vénale de l'entreprise à la moyenne arithmétique de la valeur de remplacement et de la valeur de capitalisation.

En effet :

$$2.300.000 + 350.000 = 2.650.000 = \frac{3.000.000 + 2.300.000}{2}$$

Cependant, *Axer* conseille de n'user de cette formule qu'avec précaution, car elle peut induire en erreur l'évaluateur. Il fait observer que, normalement, une moyenne arithmétique est la synthèse de deux valeurs numériques

revient à acheter 10 fois ce revenu. On voit que par un détour nous revenons ici aux méthodes empiriques citées dans l'étude des méthodes directes, avec cette différence qu'il n'est plus aucunement question d'appliquer mécaniquement un coefficient arbitraire.

similaires dont chacune englobe *intégralement* tous les biens à évaluer. Or nous sommes ici en présence de deux valeurs hétérogènes : une valeur *globale* et une valeur *partielle*.

D'autre part, nous avons supposé implicitement dans l'exemple précédent que la valeur de remplacement ne différerait pas sensiblement de la valeur comptable.

En effet, si les biens corporels avaient été comptabilisés pour un montant inférieur à leur valeur réelle, c'est-à-dire si des réserves occultes avaient été constituées, il s'en suivrait que l'amortissement officiel des immobilisations serait trop faible et que le montant du revenu net devrait être réduit en proportion. La valeur de capitalisation serait donc inférieure à 3.000.000 de francs.

Supposons, par exemple, que les valeurs en écriture et les valeurs de remplacement soient les suivantes :

	<i>Valeurs en écritures</i>	<i>Valeurs de remplacement</i>
Terrains.....	60.000	100.000
Immeubles	200.000	300.000
Matériel.....	100.000	500.000
Marchandises....	850.000	850.000
Autres valeurs...	550.000	550.000
	1.760.000	2.300.000

En admettant que le taux d'amortissement moyen des immeubles soit de 3 % et celui du matériel de 10 %, on doit donc prévoir les amortissements supplémentaires suivants :

Immeubles	3 % de 100.000	=	3.000
Matériel	10 % de 400.000	=	40.000

43.000

Le revenu net à capitaliser ne s'élèvera donc en réalité

qu'à : $300.000 - 43.000 = 257.000$, et la valeur vénale de l'entreprise sera de :

$$\frac{2.570.000 + 2.300.000}{2} = 2.435.000 \text{ francs}$$

2. MÉTHODE DE GOEDEKE.

L'architecte allemand *Goedeke* a donné une variante à la méthode précédente en conseillant l'emploi de séries d'annuités pour déterminer la valeur de capitalisation, c'est-à-dire en préconisant l'usage de la formule [1]. La seule différence entre les deux méthodes consiste donc en ce que dans la première on raisonne sur un nombre d'années indéfini et dans la seconde sur un nombre d'années limité.

La seconde méthode doit être appliquée sans conteste dans tous les cas où la fin de l'entreprise peut être prévue.

En outre, le professeur *Nicklisch*¹ estime que si le bénéfice ne paraît pas devoir se maintenir indéfiniment, à défaut de nouveaux investissements de capitaux dépassant ceux qu'implique la rotation normale des valeurs, la méthode de *Goedeke* doit être préférée. En effet nous nous trouvons là en présence d'un cas où le bénéfice racheté disparaît sous l'action de la concurrence et il convient donc d'appliquer les principes que nous avons développés en exposant les théories de *Leake*.

3. MÉTHODE D'AULER.

(citée également par le professeur *Schmalenbach*)

Nous avons vu plus haut comment on pouvait, en procédant à l'évaluation, tenir compte de l'amortissement des immobilisations sous-évaluées au bilan. Il est également possible d'opérer d'une autre façon.

1. Cité par Axer, *op. cit.*

Reprenons notre exemple précédent :

La valeur en écritures s'élève à.....	1.760.000 fr.
La valeur de remplacement ressort à.....	2.300.000 fr.
La valeur de capitalisation (non rectifiée) est de	3.000.000 fr.

Si l'on augmente la valeur en écritures pour l'aligner à la valeur de remplacement, les amortissements s'accroissent et la valeur de capitalisation s'abaisse proportionnellement. De toute façon, la valeur vénale théorique ne peut pas être inférieure à 1.760.000 francs ni supérieure à 3.000.000 francs.

Appelons X cette valeur vénale théorique. L'expression : X — 1.760.000 représente les réserves occultes. Ces réserves occultes correspondent, non seulement à la valeur non comptabilisée des biens corporels, mais également à la valeur de l'organisation, de la clientèle, etc., c'est-à-dire au fonds de commerce.

Au lieu de faire état du risque de concurrence en faisant subir un abattement à la valeur du fonds de commerce, on peut convenir, implicitement ou explicitement, que le vendeur tiendra compte à l'acheteur de la nécessité où ce dernier va se trouver d'amortir rapidement le fonds pour se prémunir contre les risques futurs. A cet effet, on retranchera du revenu futur à capitaliser la somme nécessaire pour procéder à cet amortissement.

Il y a donc lieu d'amortir : d'une part, les immobilisations occultes, d'autre part, le fonds de commerce.

Mais au lieu de faire apparaître un poste Fonds de commerce, on peut préférer imputer la valeur supplémentaire aux différents postes d'immobilisation existants¹.

Par exemple on imputera : 40.000 francs aux terrains, 100.000 francs aux immeubles et le reste au matériel. L'amortissement supplémentaire de ces éléments d'actif ressortira à 0 % pour les terrains, 3 % pour les immeubles et 10 % pour le matériel.

Il s'agit de déterminer quelle fraction de la valeur supplémentaire sera affectée au matériel. La valeur incon-

1. La technique exposée ci-après est empruntée au Prof. Schmalenbach : *Finanzierungen*, 5^e éd., pages 59-62.

nue de l'entreprise étant X, cette fraction est égale à :

$$X - (1.760.000 + 40.000 + 100.000)$$

ou :

$$X - 1.900.000$$

Les amortissements supplémentaires sont les suivants :

$$3 \% \text{ de } 100.000 \dots\dots\dots 3.000$$

$$10 \% \text{ de } X - 1.900.000 \dots\dots\dots 0, 10 X - 190.000$$

Ces amortissements supplémentaires doivent être retranchés du revenu comptable : 300.000 francs; en capitalisant le solde, on obtiendra la valeur cherchée pour entreprise :

$$300.000 - 0, 10 X + 190.000 - 3.000$$

$$X = \frac{\quad}{0, 10}$$

$$X = 2.435.000$$

Vérification :

Les réserves occultes s'élèvent à :

$$2.435.000 - 1.760.000 = 675.000$$

et se répartissent comme suit :

Terrains.....	40.000	Amortissement	0
Immeubles	100.000	—	3.000
Matériel	535.000	—	53.500
	<u>675.000</u>		<u>56.500</u>

Le revenu comptable est de..... 300.000

Amortissements supplémentaires 56.500

Revenu net 243.500

Ce revenu capitalisé à 10 % donne bien 2.435.000.

Pour que cette méthode puisse être appliquée avec un plein succès, il est nécessaire que les réserves occultes soient élevées par rapport au fonds de commerce proprement dit. Il est en effet évident que si la valeur de remplacement (valeur comptable : 100.000 francs) du matériel

n'avait atteint que 200.000 francs, par exemple, il aurait été exagéré d'incorporer à ce poste 535.000, francs de réserves occultes.

Ajoutons que, de toute façon, les comptes risquent d'être faussés par la mise en œuvre de cette méthode; on est, en effet, souvent incité à grossir indûment un ou plusieurs comptes d'immobilisations (ici, le compte Matériel) et, d'autre part, on doit renoncer à mettre en évidence les facteurs immatériels de l'entreprise.

4. MÉTHODE DE GREF¹.

La méthode du *D^r Gref* s'appuie sur le même principe que la méthode précédente : *amortissement de la plus-value de capitalisation*; mais au lieu d'incorporer cette plus-value dans des postes d'immobilisations corporelles, le *D^r Gref* l'isole en créant un poste « fonds de commerce ».

Dans la technique de *Gref* on ne procède donc pas à des amortissements supplémentaires portant sur les immeubles, le matériel, etc. Ces postes seront maintenus à leur valeur comptable antérieure. Mais un fonds de commerce va apparaître qui sera amorti au moyen d'une retenue opérée sur le revenu futur.

Sur quelle période devra s'étendre l'amortissement?

Il n'est pas possible d'en fixer la durée *a priori*; elle dépendra de la durée de l'affaire et des risques encourus. Nous reviendrons d'ailleurs ultérieurement sur ce point. Supposons provisoirement qu'une durée de 10 ans ait été retenue. Par conséquent, le revenu futur (bénéfice moyen) va être réduit pendant 10 ans à concurrence de l'amortissement du fonds de commerce, soit à raison de 10% de la valeur de ce fonds.

Cette valeur est égale à la différence entre la valeur vénale de l'entreprise (valeur que nous cherchons) et la valeur en écritures; et son amortissement annuel s'exprime par :

1. Schmalenbach, *Finanzierungen*, tome I^{er}, 5^e éd., page 62.

$$\frac{10}{100} (V - 1.760.000)$$

Comme l'amortissement va s'échelonner sur une durée de 10 ans, sa valeur actuelle globale est de :

$$\frac{\frac{10}{100} (V - 1.760.000)}{0,10} \left(1 - \frac{1}{1,10^{10}} \right)$$

La valeur de capitalisation de l'entreprise (sans amortissement) étant de :

$$V = \frac{300.000}{0,10}$$

Sa valeur, compte tenu de l'amortissement, devient :

$$v = \frac{300.000}{0,10} - \frac{\frac{10}{100} (V - 1.760.000)}{0,10} \left(1 - \frac{1}{1,10^{10}} \right)$$

ou, après, transformation :

$$v \left(1 + 0,10 \times \frac{1 - \frac{1}{1,10^{10}}}{0,10} \right) = \frac{300.000}{0,10} + 0,10 \times \frac{1 - \frac{1}{1,10^{10}}}{0,10} \times 1.760.000$$

d'où l'on tire :

$$V = 2.528.000.$$

Pour généraliser employons la notation algébrique et appelons : r la durée d'amortissement choisie (ici 10 ans), p le pourcentage d'amortissement correspondant (ici 10%), c la valeur en écritures. On obtient :

$$[5] \quad v \left(1 + p \times \frac{1 - \frac{1}{1+ur}}{t} \right) = \frac{b}{t} \quad p \times \frac{1 - \frac{1}{1+ur}}{t} \times c$$

Pour simplifier, appelons s^1 l'expression

$$\left(\frac{1 - \frac{1}{1+ur}}{p \times \frac{1 - \frac{1}{1+ur}}{t}} \right)$$

1. On trouvera à l'annexe II des tables donnant la valeur de s .

La formule devient :

$$V(1 + s) = \frac{b}{t} + s \times C$$

On voit qu'il est facile d'adapter cette formule à l'hypothèse où la durée de l'entreprise est limitée, qu'il subsiste ou non une valeur de liquidation. Il suffira de remplacer b dans le second membre par :

$$\frac{b}{t} - \frac{\frac{b}{t}}{un} \quad \text{ou par :} \quad \frac{b}{t} - \frac{\frac{b}{t} - L}{un}$$

Cette méthode est extrêmement souple, car elle permet de tenir compte très exactement des risques plus ou moins grands de concurrence, en accélérant ou en ralentissant le rythme de l'amortissement.

5. FORMULE D'AXER.

L'ingénieur *Axer* qui s'est livré à une critique très judicieuse et très approfondie des différentes méthodes mathématiques a proposé à son tour une formule qui constitue en quelque sorte la synthèse des différentes méthodes indirectes.

Voici cette formule :

Valeur vénale = α . f . Valeur de remplacement
plus β . g . Valeur de capitalisation.

Ce qu'on peut écrire :

$$V = \alpha f M + \beta g \frac{\text{revenu net}}{t} \left(1 - \frac{1}{un}\right)$$

α et β sont deux coefficients fractionnaires dont la somme est égale à 1. Ils indiquent dans quelle proportion la valeur de capitalisation et la valeur de remplacement contribuent à constituer la valeur de l'ensemble.

f est un coefficient servant à apprécier les éléments corporels. S'il est possible d'obtenir le même rendement avec des procédés plus économiques et plus modernes, on

pénalisera la valeur de remplacement en adoptant un coefficient f inférieur à l'unité, et réciproquement.

g est inférieur ou supérieur à 1 selon que les perspectives d'avenir paraissent favorables ou défavorables.

La valeur du fonds de commerce est donnée par la différence entre la valeur vénale et la valeur de remplacement (affectée de son coefficient d'appréciation).

$$F = \alpha f M + \beta g \frac{\text{revenu net}}{t} \left(1 - \frac{1}{un}\right) - f M,$$

$$F = \beta g \frac{\text{revenu net}}{t} \left(1 - \frac{1}{un}\right) (1 - \alpha) f M.$$

Et comme $\alpha + \beta = 1$; $\beta = 1 - \alpha$, on a finalement :

$$F = \beta \left(g \frac{\text{revenu net}}{t} \left[1 - \frac{1}{un}\right] - f M \right).$$

Il s'ensuit que la valeur du fonds de commerce s'accroît si β (proportion dont la valeur capitalisée dépasse les biens corporels) et g (perspectives d'avenir favorables) sont forts et si f et M sont faibles.

La formule d'*Axer* présente incontestablement un grand intérêt didactique mais, au point de vue pratique, elle ne donne pas de résultats qui ne puissent être obtenus plus aisément par la méthode de *Schmalenbach* et surtout par la méthode de *Gref*.

Pour pouvoir utiliser la méthode d'*Axer*, il faut, en effet, déterminer au préalable :

- a) 4 coefficients,
- b) le taux de capitalisation,
- c) le nombre d'années de bénéfices à capitaliser.

Or, l'emploi de la méthode du Dr *Gref* permet de remplacer le choix des coefficients α et β par la recherche plus facile du nombre d'années pendant lequel il convient d'amortir le fonds de commerce (plus le nombre d'années sera long, plus on donnera d'importance à la valeur de capitalisation); d'autre part le coefficient g , on le verra plus loin, est superflu : on tiendra compte bien plus commodément des perspectives d'avenir, soit en choisissant un taux de capitalisation plus élevé ou plus faible, soit

en manipulant le revenu net de base. Seul donc le coefficient f pourrait présenter une certaine utilité; encore l'expert chargé de calculer la valeur de remplacement des biens corporels aura-t-il généralement tenu compte des qualités ou des défauts des biens évalués.

Le mérite de la formule d'*Azer*, c'est de tenir présentes à l'esprit de l'évaluateur les différentes considérations dont celui-ci doit faire état dans ses calculs. Mais pour les applications pratiques nous estimons que la formule de *Gref* est bien préférable.

6. EMPLOI DES MÉTHODES PRÉCITÉES.

Au cours de ce chapitre et du chapitre précédent nous avons examiné un nombre assez considérable de méthodes d'évaluation, directes ou indirectes, mathématiques ou empiriques. Une question va se poser naturellement à l'esprit du lecteur : auxquelles de toutes ces méthodes convient-il de donner la préférence ?

Nous répondrons qu'à l'exception des quelques « méthodes » dont nous avons souligné le caractère par trop rudimentaire ou arbitraire, toutes peuvent rendre des services, soit qu'on les utilise isolément, soit qu'on les combine entre elles.

Nous estimons toutefois que dans toutes les hypothèses où l'emploi de la méthode directe paraît indiqué, la formule de *Leake* employée, suivant les cas, seule ou en conjonction avec la « méthode du chiffre d'affaires » nous paraît répondre à presque tous les desiderata de la pratique.

De même, nous considérons que, pour l'application de la méthode indirecte, la formule de *Gref* donne des résultats très satisfaisants. (La formule d'*Auler* peut également rendre d'utiles services.)

Dans la suite de cet ouvrage, *c'est toujours à la formule de Leake et à celle de Gref que nous nous référerons, sauf indication contraire*. Il sera d'ailleurs facile au lecteur d'adapter à d'autres formules les principes et les exemples exposés par nous.

Ajoutons enfin que certains des principes sur lesquels est fondée chacune de ces deux méthodes de base peuvent aisément s'appliquer à l'autre, ce qui contribue à accroître leur souplesse et la commodité de leur emploi.

C'est ainsi que l'on peut introduire dans la méthode de *Gref* la notion de bénéfice décroissant.

Reprenons pour nous en convaincre notre exemple de la page 119 et supposons qu'on prévoie que le bénéfice de 300.000 fr. sera réduit à 230.000 fr. au bout de 5 ans.

Voici la suite des calculs que nous aurons à effectuer :

1^o Calculer la valeur actuelle de 5 annuités décroissant de 70.000 : 5 = 14.000 francs par an. Annuité initiale : 300.000 fr.

L'application de la formule de la page 61 nous donne : comme valeur actuelle : 1.041.000 fr. (a)

2^o Calculer la valeur actuelle d'un nombre illimité d'annuités de 230.000 fr. *différées* de 5 ans.

L'application des principes indiqués page 61 *in fine* nous donne 1.297.000 fr. (b)

La somme de (a) et (b) nous donne la valeur de capitalisation de l'entreprise (sans amortissement).

Il ne reste plus qu'à insérer ce chiffre en son lieu et place dans la formule de la page 85 , qui devient ainsi :

$$V \left(1 + 0,10 \frac{1 - \frac{1}{1,10^{10}}}{0,10} \right) = 2.338.200 + 0,10 \frac{1 - \frac{1}{1,10^{10}}}{0,10} \times 1.760.000$$

$$V = 2.118.000$$

De même on peut aisément adapter à la méthode de *Leake* le principe de l'amortissement de la valeur du fonds.

Pour ce faire, on remplacera, après avoir calculé la valeur actuelle du superbénéfice constant ou décroissant, le second membre d'une des équations de *Gref* par cette valeur actuelle. En effet, cette dernière est équivalente

au terme $\left(\frac{b}{i} - \frac{\frac{b}{i}}{u^n} \right)^1$

1. Voir page 80.

qui n'est autre que l'expression d'une valeur actuelle quelconque.

$$\text{Quant au terme } p \times \frac{1 - \frac{1}{u^t}}{t} \times C$$

il disparaît, car C n'entre pas directement en compte dans la méthode de *Leake*.

Application au 1^{er} exemple de la page 75.

Supposons qu'on décide d'amortir la valeur du fonds de commerce en 10 ans.

La valeur du fonds avant amortissement est de :

$$43.000 \text{ fr.}$$

Application de la formule de *Gref* :

$$V (1 + 0,614) = 43.000,$$

$$V = 26.600.$$

7. L'ÉVALUATION EN CAS D'INEXISTENCE DES SUPERBÉNÉFICES.

Jusqu'à présent nous avons toujours raisonné sur l'existence de superbénéfices. Nous avons constamment supposé que le taux de capitalisation, le bénéfice et la valeur des éléments corporels étaient tels qu'après rémunération des éléments corporels (ou du capital engagé) il restait un excédent de bénéfices dont la capitalisation constituait le fonds de commerce.

Mais supposons maintenant que ce superbénéfice n'existe pas et que le bénéfice soit juste suffisant pour rémunérer le capital engagé. Quelle est la valeur d'une telle entreprise ?

A première vue, la réponse paraît très simple : la valeur de l'entreprise serait égale à la valeur de ses éléments corporels. C'est d'ailleurs sur cette hypothèse que nous avons raisonné jusqu'à présent. Pourquoi l'acheteur consentirait-il un sacrifice pour acheter le droit de réaliser un bénéfice normal, puisqu'il pourrait, en déployant

suffisamment d'activité et de compétence, réaliser par ses propres moyens un bénéfice du même ordre de grandeur?

Or, ceci n'est vrai qu'approximativement.

En effet, pour se mettre en état de réaliser le bénéfice normal de la branche d'affaires qu'il désire exploiter, l'acheteur, s'il voulait créer une entreprise nouvelle, dépenserait du temps et de l'argent, car il lui faudrait créer une organisation, un service de ventes, une publicité, se faire connaître de la clientèle, etc. De plus, une maison nouvelle doit souvent se tailler sa place aux dépens de maisons anciennement établies, car on ne peut pas développer à volonté, ni surtout à bref délai, la clientèle d'un produit donné. L'ouverture d'une nouvelle firme peut donc avoir pour conséquence de faire baisser le chiffre d'affaires et, par suite, le bénéfice de toutes les maisons de la place, y compris la maison nouvelle.

Même si l'on écarte cette dernière supposition, qui ne se réalisera pas nécessairement, car la maison nouvelle atteindra peut-être de nouvelles couches de clients, on doit remarquer que l'acheteur d'une entreprise ancienne fonctionnant normalement a l'avantage de toucher dès la première année le « bénéfice normal » tandis que, s'il avait fondé une entreprise nouvelle, il lui aurait fallu attendre des mois, et parfois des années, avant que cette entreprise atteigne son rendement optimum.

L'acheteur va donc bénéficier d'un avantage dont il serait injuste de ne pas tenir compte au possesseur de l'entreprise cédée.

Comment calculer ces indemnités de développement, comme les appelle l'auteur américain *Yang*¹?

On observera que ces profits sont normalement décroissants. Par exemple, une entreprise nouvelle dont le capital engagé s'élève à 1.000.000 fr., dont le revenu net normal, sur la base d'un taux de 10 %, doit atteindre 100.000 fr.

1. « Developmental Goodwill ». Cf. Yang, *Commercial Goodwill and Intangibles*, pages 94 et suivantes.

et qui réalise effectivement en moyenne un bénéfice de 100.000 fr., aura perdu pendant la 1^{re} année succédant à sa fondation : 50.000 fr., réalisé au cours de la 2^e année un bénéfice de 25.000 fr., au cours de la 3^e année un bénéfice de 75.000 fr. La 4^e année enfin elle réalisera son bénéfice normal de 100.000 fr.

Si nous supposons que ce rythme de croissance des bénéfices soit normal, l'acheteur, qui va réaliser 100.000 fr. de bénéfices dès la 1^{re} année, devrait théoriquement tenir compte au vendeur d'indemnités de développement qui s'élèveraient pour la 1^{re} année à 150.000 fr., pour la 2^e année à 75.000 fr., pour la 3^e année à 25.000 fr. Mais, pratiquement, il ne paraît pas possible de reconnaître le caractère « normal » d'un rythme de croissance, car rien ne permet d'affirmer qu'une affaire a été bien gérée à ses débuts ; or, l'acheteur n'a évidemment pas à supporter les conséquences de fautes qu'il pourrait éviter s'il fondait une entreprise nouvelle.

Le vendeur ne pourrait donc lui réclamer que le *minimum* de manque à gagner normal pour une affaire nouvelle de la branche envisagée, dans des conditions données.

Ce minimum variera naturellement suivant les cas d'espèces. Le « manque à gagner » peut se prolonger pendant des années dans telles entreprises industrielles exigeant des aménagements longs à réaliser et délicats à mettre au point ; il peut être réduit à quelques semaines pour une maison de commerce à achalandage, pour un cabaret de nuit bien lancé.

Comment donc devrait-on tenir compte de ce facteur « indemnité pour manque à gagner d'une affaire nouvelle » ?

Il n'y a pas lieu, selon nous, d'en faire état *tout au moins directement*. En effet, pourquoi l'entreprise a-t-elle essuyé des pertes ou n'a-t-elle réalisé que des bénéfices insuffisants au début de son existence ? C'est parce qu'elle a dû lutter contre la concurrence existante, ou faire l'éducation du public, en lui apprenant à utiliser le produit nouveau qu'elle a lancé aux lieu et place des produits anciens (ce qui est une autre forme de lutte contre la concurrence), etc. Pendant les premiers mois ou les premières années, la

lutte a été très dure, la réussite incertaine, les risques encourus par les capitaux engagés ont été très grands. Par suite, si le propriétaire de l'entreprise avait voulu la vendre, l'acquéreur n'aurait consenti à l'acheter qu'en la capitalisant à un taux très élevé : 20% par exemple.

Dans la mesure où le succès s'affirme, le risque décroît et, corrélativement, la prime de risque incorporée au taux de capitalisation diminue. Finalement, quand les bénéfices se sont stabilisés, l'acquéreur peut se satisfaire d'une prime de risque d'autant plus minime *qu'il sait qu'avant qu'une concurrence nouvelle devienne dangereuse des mois ou des années s'écouleront*, sans doute, puisqu'il a fallu des mois ou des années à son prédécesseur pour mettre en route son entreprise.

Par conséquent, c'est au moment du choix du taux de capitalisation que l'on tient compte des efforts initiaux du fondateur, entretenus par ses successeurs.

Cependant, nous avons supposé que le bénéfice était juste suffisant pour rémunérer, sur la base d'un taux de capitalisation normal, les capitaux engagés. Cette hypothèse n'est-elle pas en désaccord avec les considérations qui précèdent ?

Nous ne le pensons pas, car le fait même que, sur la base d'un taux de capitalisation jugé normal, le bénéfice est juste suffisant pour rémunérer le capital engagé laisse supposer que l'intensité de la concurrence ou que les conditions économiques défavorables ont accru le risque d'entreprise. D'où la nécessité d'une « surprime de risque » qui consiste précisément dans l'abandon par le vendeur de ses droits sur « l'indemnité de développement ». Tout se passe comme si l'acheteur avait consenti à tenir compte de « l'indemnité de développement » ; mais, par ailleurs, avait exigé l'application d'un taux de capitalisation supérieur au taux normal afin de tenir compte du fait que ce risque joue à plein.

Cependant, pourrait-on objecter, cette conception risque de conduire parfois à des résultats étranges. Supposons, par exemple, qu'un commerçant ait investi dans son affaire une somme de 1.000.000 fr., sous la forme, essen

tiellement, de marchandises et de créances. Il réalise en moyenne 100.000 fr. de bénéfice net. Le taux de capitalisation de 10 % paraît adéquat au risque de la branche et de l'affaire. Ce commerçant est en pourparlers avec un acheteur qui ne reprendra ni le stock, ni les créances. Cet acheteur, d'après le raisonnement qui précède, n'est-il pas en droit de dire : « Il me faut engager 1.000.000 fr. dans votre affaire et le revenu moyen suffit tout juste à rémunérer cette somme, compte tenu du risque encouru. Votre clientèle n'a donc aucune valeur et, puisque je ne reprends pas vos marchandises ni vos créances, vous devez me céder votre affaire gratuitement ! »

Il est certain que le vendeur protesterait en faisant observer que, si l'acheteur créait une affaire nouvelle, il lui faudrait peut-être attendre plusieurs années avant d'arriver à réaliser un bénéfice de 100.000 fr., et qu'il exigerait en conséquence le versement d'une indemnité adéquate par son successeur.

Et pourtant c'est bien l'acheteur qui aurait raison, car les circonstances sont telles qu'il n'a pas intérêt à reprendre l'affaire, à moins qu'on ne lui en fasse don, et la seule réponse qu'il ait à faire au vendeur, c'est qu'il ne saurait engager des capitaux dans une branche d'affaires où la concurrence est devenue trop intense.

Remarquons cependant que, dans la pratique, la vente *théoriquement* impossible aurait fréquemment lieu. En effet, la notion du « taux d'intérêt normal » est assez élastique; de plus, lorsqu'on se décide à acquérir un fonds de commerce, l'on ne se laisse pas guider seulement par le rendement, mais d'autres considérations interviennent : désir de s'établir à son compte, goûts personnels, capacités commerciales. Ces raisons décident souvent l'acheteur à sacrifier une partie de sa « prime de risque », en se contentant, par exemple, d'un rendement de 9 1/2 % ou de 9 % au lieu des 10 % de l'hypothèse.

8. MÉTHODE DE SCHNETTLER.

Il nous reste à examiner un dernier cas, celui d'une entreprise qui traverse une crise qui l'empêche de rémunérer suffisamment le capital engagé.

Voici la méthode préconisée dans ce cas par le Dr *Schnettler* (cité par le Dr *Schmalenbach*) pour évaluer de telles entreprises.

Le rendement capitalisé est, par hypothèse, inférieur à la valeur de remplacement du capital engagé (car s'il lui était égal nous retrouverions l'hypothèse traitée plus haut); par conséquent, la valeur réelle des immobilisations est inférieure à leur valeur apparente. Il s'ensuit que les amortissements appliqués à ces immobilisations et qu'on passe en frais généraux sont exagérés¹.

Le Dr *Schnettler* suggère d'isoler ces amortissements.

Ceci posé, si, en rapprochant les recettes des frais, on ne dégage aucun solde créditeur, c'est que l'entreprise est au moment envisagé une non-valeur.

Si, au contraire, il existe un solde créditeur, il y a lieu de le ventiler entre les amortissements et les intérêts. Voici comment :

Supposons que le taux d'intérêt normal soit de 12%, que le taux d'amortissement moyen des immobilisations soit de 10% par an, que le solde à ventiler entre les amortissements et l'intérêt du capital engagé soit de 200.000 fr., enfin que le capital de roulement nécessaire à la marche de l'entreprise soit de 300.000 fr. Appelons X la valeur inconnue, recherchée, des immobilisations.

Les 200.000 fr. du solde bénéficiaire doivent servir à amortir à raison de 10% les immobilisations dont la valeur inconnue est X, soit :

$$\frac{10}{100} X$$

Ils doivent d'autre part servir à payer un intérêt de 12% à la totalité des capitaux engagés sous la forme

1. Au point de vue *financier*, tout au moins, sinon au point de vue *industriel*.

d'immobilisations et de fonds de roulement, c'est-à-dire :
 $X + 300.000$, soit :

$$\frac{12}{100} (X + 300.000).$$

On a donc :

$$200.000 = \frac{10}{100} X + \frac{12}{100} (X + 300.000)$$

$$X = 745.000$$

Si donc l'on veut obtenir un rendement de 12% sur le capital engagé, les amortissements ne doivent pas dépasser 74.500 fr. par an. On ne doit donc pas payer plus de 745.000 fr. pour les immobilisations, ni investir plus de $745.000 + 300.000 = 1.045.000$ fr. dans la totalité de l'entreprise.

Il convient d'ailleurs d'observer que dans 10 ans on n'aura mis de côté que 745.000 fr. pour remplacer les immobilisations que, par hypothèse, nous supposons devoir être hors de service à cette date, alors que leur valeur de remplacement actuelle est supérieure à ce chiffre et, par exemple, atteint 1.000.000 de fr. L'acheteur aura donc bien procédé à un amortissement *financier* destiné à lui permettre de récupérer les capitaux investis par lui, mais non à un amortissement *industriel* suffisant pour maintenir l'entreprise en ordre de marche au delà de 10 ans. Si telle est son intention, il devra, soit procéder dans l'intervalle à des amortissements complémentaires, par exemple en les prélevant sur les bénéfices destinés en principe à rémunérer, à raison de 12 % le capital engagé; soit réaliser dans 10 ans une opération financière, par voie d'augmentation de capital, d'emprunt, etc... En d'autres termes, la formule de *Schnettler* constitue un moyen d'apprécier la valeur vénale d'une entreprise en difficulté, mais elle ne préjuge pas nécessairement de la politique d'amortissement et de financement à suivre par les acquéreurs. Elle n'en présente pas moins, on le conçoit, un grand intérêt pratique, notamment dans les périodes de dépression économique.

CHAPITRE V

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE.

Nous venons de passer en revue les principales formules d'évaluation rationnelle qui peuvent figurer dans la trousse du praticien spécialisé dans les estimations de fonds de commerce. On pourrait, certes, en concevoir d'autres : signalons, par exemple, pour mémoire, les procédés des auteurs allemands *Mellerowicz* et *Fritz*, cités par *Schmalenbach*¹. Mais nous croyons que les formules développées par nous suffisent à résoudre tous les problèmes que pose, en pratique, l'évaluation des entreprises industrielles et commerciales.

En tout état de cause, il est essentiel que l'expert placé devant un problème d'évaluation ne se laisse jamais entraîner par des calculs schématiques et n'abdique jamais son esprit critique. Les formules ne sont que des instruments auxiliaires, commodes, permettant de faire la synthèse des éléments divers qui se dégagent de l'expérience, de l'obser-

1. *Mellerowicz* part de l'idée que l'on peut classer les éléments du passif à long terme d'une entreprise en : 1° capitaux empruntés à long terme; 2° capitaux propres investis; 3° réserves occultes (passif invisible) qu'il assimile au fonds de commerce. Il affecte aux intérêts des emprunts à long terme le coefficient 1; aux produits des capitaux propres et réserves visibles le coefficient 1,5. Puis il capitalise le solde du bénéfice (produit des réserves occultes par définition) sur la base d'un taux affecté du coefficient 2. Si, par exemple, le taux des prêts à long terme ressort à 6 %, le capital et les réserves visibles devront produire 9 %. Enfin, le solde, s'il en existe, sera capitalisé à 12 %, ce qui dégagera la valeur des réserves occultes — ou du fonds de commerce (en admettant, bien entendu, que le bénéfice « intégral » soit connu, à l'inclusion de tout « bénéfice » ou de toute « perte occulte »). *Fritz* propose d'appliquer des taux différentiels aux revenus des valeurs corporelles et aux revenus des valeurs incorporelles. Les procédés de *Fritz* et de *Mellerowicz*, s'ils présentent l'avantage d'être expéditifs et automatiques, semblent par ailleurs assez arbitraires : nous ne les citons, il est vrai, que de seconde main.

vation, de la situation du marché des capitaux et des fonds et enfin — *last but non least* — des intentions des parties. Elles permettent de déduire rigoureusement les conséquences mathématiques des hypothèses plus ou moins exactes que l'on a posées soi-même. Mais le véritable travail de l'évaluateur consiste précisément à définir ces prémisses et à les extraire de la réalité mouvante et obscure de la vie des affaires. Ce serait se leurrer que de croire pouvoir tourner la difficulté en utilisant des formules, servantes dévouées, mais qui ne peuvent ni ne doivent jamais devenir maîtresses.

DEUXIÈME PARTIE

La Technique de l'évaluation

Dans la première partie, nous avons analysé et discuté les principales méthodes qui ont été proposées pour évaluer les entreprises ou les fonds de commerce et nous avons donné des exemples schématiques de leur application.

Mais le choix d'une équation est la moindre des tâches de l'évaluateur. La véritable difficulté de son travail consiste dans la détermination des différents éléments constitutifs des formules. A combien s'élève le bénéfice moyen d'une entreprise? Quel taux de capitalisation doit-on choisir? Comment déterminer la valeur du capital engagé? Quelle sera la durée de l'entreprise? Autant de questions, autant de problèmes et souvent des plus complexes.

Chaque cas d'espèce réclamant une solution différente, il n'est pas possible de donner à chacune des questions qui peuvent se poser une réponse valable une fois pour toutes. Du moins peut-on s'efforcer de dégager les règles générales qui doivent présider à la recherche d'une solution valable pour un cas donné. Il n'est pas défendu non plus de chercher à grouper en quelques catégories les principaux cas qui peuvent se rencontrer dans la pratique, afin de faciliter la tâche de l'évaluateur en limitant le champ de ses recherches.

C'est à cette tentative de généralisation et de classement que nous allons essayer de nous livrer en procédant à l'examen des différents éléments des formules précédemment établies.

CHAPITRE VI

DETERMINATION DU BÉNÉFICE MOYEN

Indiquons tout d'abord ce que nous entendons par bénéfice moyen : c'est la *moyenne des bénéfices nets normaux* que l'entreprise paraît appelée à réaliser dans l'avenir, ce bénéfice moyen étant déterminé généralement sur la base des résultats du passé, compte tenu des modifications que l'avenir paraît devoir apporter à ces résultats.

Comment déterminer cette moyenne ? Nous ne pourrions répondre à cette question qu'après avoir examiné attentivement chacun des termes de la définition précédente.

1. BÉNÉFICE NET NORMAL.

Il est important de préciser le sens que nous entendons donner au terme « bénéfice net » en matière d'évaluation d'entreprises, car, dans la théorie comme dans la pratique, cette expression peut prendre une extension plus ou moins grande. Comme ce bénéfice net normal va servir de base à tous nos calculs, on voit combien il importe de l'établir avec le maximum d'exactitude. Or, l'on ne peut obtenir d'apaisements au sujet des données chiffrées qui concourent à la formation du bénéfice net qu'en procédant à un examen approfondi de la comptabilité, examen qui, dans certains cas particulièrement délicats, doit être complété par une expertise industrielle ou commerciale portant sur certains éléments d'actif (stocks, terrains, immeubles, outillages, participations, etc.). Nous ne pouvons donner,

dans le cadre de cet ouvrage, un aperçu, même sommaire, des multiples problèmes que soulèvent de telles vérifications. Examen des postes du bilan, des livres comptables, des pièces justificatives; vérification des prix de revient, des prix de vente, des frais généraux; appréciation de la consistance des stocks, de la solidité des créances : autant de questions qui mériteraient chacune un chapitre, sinon un volume tout entier.

Nous nous bornerons donc à renvoyer le lecteur que cette technique intéresse aux traités d'expertise comptable et nous admettrons, dans la suite de notre étude, que les vérifications nécessaires, ayant été effectuées, n'ont rien révélé d'anormal, en d'autres termes que le bénéfice net comptable peut être tenu (dans les limites d'approximation inévitables) pour sincère et exact.

Nous supposons donc connu et contrôlé le bénéfice net comptable (ou profit ordinaire) tel qu'il résulte du compte d'exploitation (bénéfice brut) et du compte de pertes et profits (bénéfice net).

Cependant, nous ne pourrions pas, en général, utiliser ce bénéfice tel quel dans nos calculs de capitalisation. Nous savons en effet que le bénéfice net d'une affaire ne traduit pas seulement les charges et produits normaux de l'exploitation, mais aussi, éventuellement, des pertes et profits accidentels ou étrangers à l'objet de l'entreprise. Or ce que l'acquéreur entend acheter, ce sont des bénéfices « normaux » et il n'a pas à tenir compte de pertes ou de profits qui, en principe, ne se renouvelleront pas ou qui seront détachés de l'entreprise après la cession.

Il est donc nécessaire d'analyser les comptes de résultats pour en éliminer tous les éléments ayant un caractère occasionnel ou temporaire ou, au contraire, pour y réintégrer tels éléments normaux qui, pour une raison ou pour une autre, n'auraient pas été comptabilisés.

Dans beaucoup de cas, le caractère normal ou accidentel d'une perte ou d'un profit apparaîtra nettement. Si, par exemple, les résultats d'un exercice font ressortir un déficit consécutif aux détournements pratiqués par un employé « de confiance », on ne devra pas en tenir compte en éta-

blissant le bénéfice d'évaluation, car de tels détournements sont heureusement exceptionnels et, d'autre part, il ne s'agit pas là, à proprement parler, d'une perte de l'entreprise, mais d'une perte éprouvée par les dirigeants qui, faute de surveillance, ont laissé se développer un tel état de choses.

Mais il n'est pas toujours aussi aisé de ventiler les éléments normaux et les éléments accidentels dans les comptes de pertes et profits. Il serait d'ailleurs imprudent de prendre pour critérium les dénominations de la comptabilité examinée car, fréquemment, les comptes étant insuffisamment détaillés, tel poste de pertes ou de profits normaux prendra en charge des pertes et des profits accidentels et réciproquement.

En fait, il est très souvent nécessaire, pour effectuer les redressements qui s'imposent, de procéder au préalable à une analyse détaillée de chacun des postes des comptes de résultats.

Nous ne pouvons songer à signaler ici tous les problèmes qui, dans cet ordre d'idées, peuvent se poser en pratique. Nous nous bornerons à examiner quelques-uns de ceux qui se présentent le plus fréquemment et à indiquer les méthodes qui paraissent les plus propres à les résoudre.

a) *Elimination des dépenses et des pertes étrangères à la marche normale de l'entreprise*

Toutes les fois que l'entreprise étudiée aura comporté plusieurs années d'existence, il conviendra de commencer par dresser un état comparatif de toutes les charges des exercices écoulés, telles qu'elles ressortent de la comptabilité (supposée vérifiée et sincère).

On devra souvent se borner à comparer ces charges en valeur absolue. Cependant, toutes les fois que cela sera possible, il y aura intérêt à calculer et à comparer leurs pourcentages par rapport aux quantités produites ou vendues, afin d'éliminer les perturbations tenant aux fluctuations des prix.

Supposons, par exemple, que l'examen d'une comptabilité ait donné les chiffres suivants pour les frais généraux de deux exercices. (Nous avons choisi à dessein un exemple très simplifié.)

	<i>Exercice 1932</i>		<i>Exercice 1933</i>	
Montant des ventes...	2.400.000	fr.	2.000.000	fr.
Tonnage des ventes...	4.000.000	kg.	5.000.000	kg.
	par 100 kg.		par 100 kg.	
Appointements.....	70.000	1,75	87.500	1,75
Frais de bureau	8.000	0,20	10.000	0,20
P. T. T.....	10.000	0,25	12.500	0,25
Impôts.....	12.000	0,30	15.000	0,30
Divers.....	6.000	0,15	7.500	0,15
Total.....	106.000	2,65	132.500	2,65

Comme on le voit, une comparaison portant exclusivement sur les valeurs comptables ne donnerait pas une idée tout à fait exacte des fluctuations des frais généraux. A première vue, l'activité commerciale semble avoir diminué en même temps que les frais généraux augmentaient. Mais c'est là une illusion d'optique, provoquée par la baisse des prix de vente unitaires, car l'examen des tonnages vendus et des pourcentages de frais généraux prouve que les quantités vendues se sont accrues et que le pourcentage de frais généraux est resté rigoureusement proportionnel aux tonnages vendus.

Si de tels calculs de pourcentages sont intéressants pour apprécier la situation d'une entreprise, ils ne sont pas toutefois indispensables. Nous aurions pu nous borner à calculer le pourcentage de chaque poste des frais généraux par rapport à leur montant global et nous aurions ainsi constaté, par exemple, que le pourcentage des appointements par rapport au total des frais généraux s'était maintenu en 1933 comme en 1932 à 66%.

Si nous avions trouvé un pourcentage identique ou voisin pour les années antérieures, nous aurions pu en conclure qu'il s'agissait bien là de frais normaux.

Il est possible d'imaginer bien d'autres calculs de pourcentages, variables suivant les cas d'espèces, susceptibles de fournir des comparaisons intéressantes : on calculera, par exemple, le pourcentage des pertes sur créances par rapport au montant des ventes à crédit, etc. Le rapprochement judicieux de ces différents éléments de comparaison fera ressortir les dépenses et les pertes pouvant être considérées comme véritablement anormales, en raison du fait qu'elles n'apparaissent dans les comptes qu'une seule fois ou seulement à intervalles irréguliers et très éloignés. On éliminera donc ces facteurs aberrants. Puis on portera son attention sur les « pointes » que peuvent comporter les autres dépenses et pertes et on en recherchera l'origine. Si cette origine apparaît comme anormale (par exemple, défaillance d'un gros client réputé très solvable), on ne tiendra pas compte éventuellement d'une telle perte dans le calcul du bénéfice.

Ainsi, au prix d'un peu d'attention et de bon sens, on parviendra à établir avec une approximation suffisante le relevé des frais et des pertes « réguliers » de l'entreprise dans le passé.

Ce travail préliminaire ayant été effectué, il reste à s'assurer que les dépenses constantes ainsi reconnues concernent bien l'exploitation et l'on doit également se demander si le changement de propriétaire ne va pas entraîner telles modifications susceptibles de faire disparaître ou de réduire certaines charges.

On constatera, par exemple, que le propriétaire de l'entreprise avait fait prendre en charge par sa maison des dépenses lui incombant personnellement : auto, impôts, voyages d'agrément, etc. Il n'y a évidemment pas à faire état de telles dépenses et le bénéfice doit être rehaussé à concurrence de leur montant.

Comme cas typiques de charges exagérées, on peut citer les amortissements trop importants, les provisions non motivées, les sous-estimations provenant de la passation par frais généraux de dépenses correspondant à l'acquisition d'éléments d'actifs réels. Certes nous ne critiquons pas ces mesures de prudence, mais lorsqu'il s'agit de déter-

miner le bénéfice normal d'évaluation, toutes ces réserves occultes doivent évidemment être réincorporées aux bénéfices annuels correspondants.

Comme exemple de charge appelée à disparaître à la suite d'un changement de propriétaire, on peut citer les participations aux bénéfices consenties à des tiers par le précédent propriétaire. Il convient toutefois d'observer que cette suppression ne prendra pas toujours place : les conditions de l'exploitation peuvent être telles que l'acquéreur soit amené à conserver les anciens employés de la maison, en leur consentant les mêmes avantages dont ils jouissaient auparavant ou à accorder des avantages analogues à de nouveaux employés. Les dispositions de cette nature varieront avec les cas d'espèce.

La question des charges financières est souvent délicate. Un commerçant, ne disposant pas de capitaux personnels suffisants, a été amené à contracter un emprunt ou à se faire consentir une ouverture de crédit par une banque : les intérêts et les agios correspondants constituent-ils une charge de l'entreprise ?

La solution nous paraît dépendre uniquement des intentions de l'acquéreur : ou bien celui-ci se propose de suivre les mêmes pratiques financières que son prédécesseur, c'est-à-dire de faire, lui aussi, appel au crédit et, dans ce cas, il est légitime de maintenir les intérêts et les agios parmi les charges de l'entreprise ; ou bien il est disposé à investir dans l'affaire un capital personnel suffisant pour la financer sans concours étrangers : on réintègrera alors les charges financières dans les bénéfices. (Remarquons que, dans cette dernière hypothèse, il y aurait, en contrepartie, accroissement de la fraction des bénéfices prélevée pour rémunérer le capital engagé par l'acheteur : suivant les circonstances, le montant de cette bonification pourra être plus fort ou plus faible que le montant des agios supprimés ; il est évident que le vendeur n'approuvera cette solution que si la rémunération convenue pour cette portion des capitaux investis n'est pas plus élevée que les agios antérieurs.)

Pour ramener à une règle générale les observations pré-

cédentes, nous dirons que chaque poste de dépenses doit être examiné à un double point de vue : liaison avec l'exploitation, survivance après la cession.

A cet égard, il nous paraît recommandable d'établir un projet de *budget* des dépenses de la nouvelle entreprise, indépendamment des dépenses effectives du passé, puis de comparer les chiffres de prévision avec ceux qui figurent dans les comptes de résultats antérieurs. En procédant de la sorte, on se rendra beaucoup mieux compte des modifications que l'avenir paraît susceptible d'apporter à la situation présente, modifications dont il faut naturellement faire état dans le calcul du bénéfice « normal ».

b) *Rectifications à apporter au montant des produits.*

Les corrections que nous venons d'indiquer tendent à accroître le bénéfice net comptable; il est possible également qu'on soit amené à le réduire sur d'autres points.

Un redressement présentant souvent une réelle importance (principalement dans les petites entreprises) est celui qui a pour objet d'évaluer, puis de retrancher du « profit ordinaire », une somme correspondant à la rémunération du propriétaire de l'entreprise pour son travail personnel¹.

Le profit de l'entrepreneur dérive en effet de deux sources :

1° Le capital investi dans son affaire;

2° Le travail qui rend productif ce capital (travail de direction et parfois aussi travail d'exécution). Ces deux éléments de la production sont rémunérés indistinctement par le profit.

Mais si l'on se place au point de vue de l'acquéreur de l'entreprise ou du fonds de commerce, il importe de distinguer le revenu du capital et le salaire du travail, car

1. Un tel redressement n'intervient que si le propriétaire cédant dirigeait effectivement l'entreprise : s'il avait délégué ses pouvoirs à un gérant, il est évident que la rétribution de ce dernier figurait déjà *ipso facto* dans les charges.

l'achat va porter seulement sur les revenus futurs du capital, c'est-à-dire des valeurs corporelles et incorporelles cédées. Mais si le revenu considéré est assimilé au « profit ordinaire », le rendement futur de l'entreprise sera exclusivement consacré à rémunérer le capital investi et l'acheteur sera lésé, car il ne restera rien pour l'indemniser de ses peines et soins¹. Autrement dit, l'acquéreur doit jouir d'une situation au moins équivalente à celle qu'il aurait pu obtenir si, au lieu d'acheter l'entreprise, il avait placé ses capitaux sous une autre forme et s'il avait loué ses services en qualité de directeur de ladite entreprise.

Cette considération est primordiale dans les petites entreprises dont le patron est « le premier employé ».

Pour dégager le bénéfice à capitaliser, il faut donc commencer par retrancher du bénéfice net comptable la rémunération du travail du patron. Certes, l'évaluation de ce salaire patronal présente un certain caractère d'incertitude, car on ne peut guère se baser sur les prélèvements, généralement arbitraires et ne correspondant pas au travail effectué, qui peuvent figurer dans la comptabilité; de plus il n'est guère possible d'apprécier exactement l'importance respective du facteur « capital » et du facteur « travail de direction » dans le rendement d'une entreprise.

La procédure qui semble la plus indiquée consiste à se baser sur le salaire qu'il faudrait attribuer à un gérant ou à un employé principal chargé de diriger la maison. Si, par exemple, le bénéfice net comptable s'élève à 50.000 fr. et si l'on estime qu'il faudrait allouer 30.000 fr. par an à un gérant, le bénéfice dont on devra faire état pour la capitalisation ressortira à 50.000 moins 30.000, soit à 20.000 fr.

De même, il se peut que d'autres charges n'aient pas été comptabilisées. Ce cas se présente pour le salaire de la femme ou des enfants du commerçant quand ils travaillent avec lui.

Il advient aussi fréquemment que le commerçant, propriétaire de l'immeuble où est situé son magasin, omette

1. Nous supposons, bien entendu, que le salaire de direction n'est pas compris dans les charges de l'entreprise (frais généraux).

de tenir compte du loyer qu'il devrait normalement payer pour ce local.

L'établissement d'un projet budgétaire par l'acquéreur, nous l'avons déjà indiqué, constitue un bon procédé pour relever les omissions de cette nature.

Il est également possible que certaines charges, tout en étant comptabilisées, le soient pour un montant trop faible. Nous avons fait allusion plus haut aux amortissements exagérés, mais l'insuffisance des amortissements est encore plus fréquente. On devra veiller à diminuer les bénéfices en conséquence. On se trouvera même assez souvent en présence d'une combinaison de ces deux méthodes défectueuses, nous voulons dire que l'on constatera une insuffisance ou même une absence totale d'amortissements pendant certaines années auxquelles succéderont des périodes d'amortissements massifs. La mise en œuvre de ces amortissements spasmodiques, fondée sur l'idée, erronée mais très répandue, d'après laquelle : « on n'amortit que s'il y a bénéfice », aboutit bien entendu à fausser tous les comptes de résultats. En pareils cas, on devra donc procéder aux rectifications qui s'imposent.

Un dernier point reste à examiner. Parmi les éléments bénéficiaires des comptes de résultats, peuvent figurer des profits *constants*, mais dont la source est étrangère à l'activité normale de l'entreprise envisagée. Par exemple, une entreprise industrielle possédera un portefeuille de valeurs mobilières dont les dividendes ou les intérêts figureront naturellement dans ses résultats.

Comment doit-on traiter de tels profits ?

Il est possible, en premier lieu, que les éléments d'actif auxquels ils correspondent ne soient pas repris par l'acheteur. Dans ce cas, on déduira purement et simplement du bénéfice les revenus de cette nature.

Mais il se peut également que, pour des motifs dictés par la politique des affaires, — si, par exemple, ces titres correspondent à des participations qui assurent une clientèle à l'usine — l'acheteur ait intérêt à les reprendre. Dans ce cas, on peut considérer ce portefeuille comme un des éléments de la production et laisser figurer son revenu parmi les profits normaux de l'entreprise.

Il nous paraît superflu de multiplier ces exemples. Ceux que nous avons donnés suffisent pour illustrer une règle générale qui est la contre-partie de celle que nous avons énoncée précédemment, à savoir que chaque poste de recettes doit être examiné à un double point de vue : sa liaison avec l'exploitation ; sa survivance dans la nouvelle entreprise.

Résumons-nous : pour dégager le bénéfice normal qui doit servir de base aux évaluations, c'est-à-dire *le bénéfice qu'aurait pu réaliser la nouvelle entreprise si elle avait fonctionné à la place de l'ancienne mais dans les conditions nouvelles qui vont lui être propres*, il convient de procéder aux opérations suivantes :

- 1° S'assurer de la sincérité de la comptabilité¹;
- 2° Dégager des comptes de résultats les pertes et les profits de caractère extraordinaire ;
- 3° Eliminer les pertes et profits exceptionnels ;
- 3° Eliminer les pertes et profits qui disparaîtront après cession de l'affaire ;
- 5° Ajouter les pertes et profits qui, pour une raison ou pour une autre, n'auraient pas été comptabilisés dans le passé.

Le chiffre obtenu après ces différentes corrections représentera le bénéfice net normal de l'exercice considéré.

2. MOYENNE DES BÉNÉFICES NETS.

Le travail que nous avons effectué jusqu'à présent, à savoir la détermination du bénéfice net normal *d'un* exercice, est-il suffisant ?

Evidemment non. Nous avons bien déterminé un bénéfice normal, mais nous n'avons aucune raison de penser qu'il s'agit là d'un « bénéfice-type ». Nous avons au contraire tout lieu de supposer que les fluctuations économi-

1. Nous supposons que l'entreprise tient une comptabilité complète. On examinera ultérieurement le cas des petites entreprises qui ne tiennent pas de comptabilité ou dont la comptabilité est trop sommaire pour fournir des éléments d'appréciation adéquates.

ques, les impondérables qui rythment l'activité du commerce et de l'industrie modifieront chaque année le chiffre ainsi obtenu, même en supposant que l'entreprise soit arrivée à un état d'équilibre, qu'elle n'ait plus de progrès à réaliser et qu'elle ne soit pas en déclin.

Si nous ne prenions en considération que le bénéfice d'un seul exercice, nous risquerions donc de nous former une idée inexacte de l'activité de l'entreprise, car nous pourrions avoir choisi par hasard une année exceptionnellement prospère, ou exceptionnellement défavorable.

Il y a donc lieu, pour réduire ce risque d'erreur, de faire porter les investigations sur plusieurs exercices.

L'idéal serait assurément de pouvoir examiner les fluctuations des bénéfices, sinon depuis l'origine de l'entreprise, du moins pendant une longue période. Malheureusement des considérations d'ordre pratique s'opposent généralement à un examen aussi étendu.

Rappelons en effet que la détermination du bénéfice normal nécessite la vérification de la comptabilité de l'exercice. Or, dans la plupart des cas, cette vérification représente un travail considérable et onéreux, et les frais qu'entraîneraient de telles recherches portant, par exemple, sur 10 exercices seraient disproportionnés à l'intérêt d'une telle étude. Il faudra donc y renoncer, sinon dans les cas trop rares où la comptabilité fait l'objet de vérifications régulières par les soins de personnes compétentes, honorables et étrangères à l'entreprise¹.

Les auteurs qui ont écrit sur ce sujet estiment qu'on peut généralement apprécier très suffisamment la tendance du bénéfice en se bornant à déterminer les résultats de trois années rapprochées du moment de la vente.

A cet effet, on relèvera dans la comptabilité les résultats des cinq dernières années et on éliminera le plus fort

1. Précisons que nous entendons parler des *contrôleurs de comptabilité* procédant périodiquement à la révision complète des comptes et non pas des *commissaires aux comptes* des Sociétés anonymes dont la loi et les usages ont rendu le contrôle à peu près inefficace et qui, d'ailleurs, à l'heure actuelle présentent rarement les qualités de compétence et d'indépendance nécessaires pour effectuer un travail sérieux.

et le plus faible de façon à serrer de plus près la moyenne. (Nous supposons ici que les fluctuations des bénéfices sont indifférentes; au contraire, si l'examen des résultats révélait une tendance continue en progression ou en diminution, il conviendrait d'appliquer les principes exposés au paragraphe suivant.)

Ce sont les trois résultats restants qui vont servir à déterminer la moyenne et qu'il y a donc lieu de contrôler.

On remarquera que, dans la plupart des cas, une telle vérification nécessitera un travail assez considérable. En effet, pour déterminer l'exactitude du bénéfice ressortant d'un bilan de fin d'exercice, il faut non seulement vérifier les comptes de l'exercice, mais encore s'assurer de la véracité du bilan d'entrée, en examinant les comptes de l'exercice précédent. Or, admettons que les bénéfices suivants aient été relevés dans la comptabilité :

1929	170.000
1930	120.000
1931	150.000
1932	210.000
1933	160.000

Nous écarterons, suivant le principe que nous avons formulé, le bénéfice de 1930 comme le plus faible et celui de 1932 comme le plus fort. Mais la vérification de l'année 1931 supposera le contrôle du bilan d'entrée de cet exercice, c'est-à-dire du bilan de 1930; de même, la vérification du bilan de 1933 nécessitera l'examen des comptes de 1932; enfin il aura fallu vérifier au préalable les comptes de 1928 afin de déterminer le bénéfice de 1929.

En résumé, pour contrôler les trois résultats qui vont servir à calculer la moyenne, l'expertise devra porter sur six ans. Très heureusement, on pourra assez fréquemment simplifier ce travail; si, par exemple, l'année du résultat le plus fort ou le plus faible est l'année initiale (ici 1929), il sera inutile de vérifier la comptabilité de l'exercice précédent: il peut advenir également que l'année du bénéfice le plus fort succède à celle du bénéfice le plus faible, ou réciproquement, ce qui permet de supprimer

la vérification des comptes de la première d'entre elles; enfin les fluctuations des bénéfices seront très souvent assez faibles pour qu'on puisse sans inconvénient éviter d'appliquer rigoureusement la règle et se borner à examiner purement et simplement les bénéfices des trois dernières années. Dans l'exemple précédent, l'erreur commise en prenant la moyenne des résultats des trois dernières années (1931 à 1933) au lieu de la moyenne des bénéfices moyens (1929-1931-1933) est de l'ordre de 8%, mais nous avons fait varier volontairement les bénéfices dans une assez large mesure. D'autre part, il arrive parfois que les anomalies apparues tiennent à la présence des pertes ou des profits exceptionnels dont nous avons parlé dans le paragraphe précédent. Un rapide examen des comptes de résultats permettra de reconnaître l'existence de ces éléments extra-normaux, d'évaluer leur montant et de ramener approximativement le bénéfice à un chiffre normal. On peut supposer, par exemple, que, dans l'exemple précédent, le bénéfice relativement faible de 1930 ait tenu à ce que l'exercice a dû prendre en charge une perte exceptionnelle de 50.000 fr. Si nous ne tenons pas compte de cette perte, en raison de son caractère exceptionnel, le bénéfice est ramené à 170.000 fr. et la différence entre la moyenne des bénéfices des trois dernières années et celle des bénéfices moyens dépasse à peine 4% et peut donc être négligée sans inconvénients graves, d'autant plus qu'il y a toujours intérêt à établir, dans la mesure du possible, la moyenne sur les bénéfices des dernières années, car l'entreprise a pu évoluer pendant la période la plus récente, son organisation a pu être modifiée, sa politique a pu varier, les conditions économiques ont pu se transformer, etc., de telle sorte que les bénéfices d'il y a trois ou quatre ans ne fournissent plus nécessairement de bonnes bases de calcul pour apprécier les bénéfices futurs. C'est pourquoi, dans tous les cas où l'on ne constatera pas de divergences trop grandes entre les bénéfices intermédiaires des cinq dernières années et la moyenne des bénéfices des trois dernières années, on retiendra ces trois derniers résultats comme base de calcul, ce qui présentera

le double avantage de mieux marquer la tendance récente et de simplifier le travail du vérificateur¹.

Cependant, même si la vérification ne doit porter que sur les résultats de trois ans, l'on ne doit pas négliger les indications que peuvent fournir les comptes pour les autres années d'existence de l'entreprise, toutes les fois du moins que la comptabilité paraît sincère et que la vérification étendue sur trois ans n'a pas révélé de trop lourdes erreurs.

En effet, un examen sommaire des comptes de résultats rectifiés suivant les indications qui auront été obtenues par l'étude approfondie des comptes des exercices de base renseignera souvent très utilement sur l'évolution de l'entreprise et sur ses perspectives d'avenir. Néanmoins, l'on ne devra faire état de tels renseignements qu'avec réserve et seulement dans la mesure où ils permettront de préciser certains points déjà mis en lumière par la vérification des exercices de base, car, même si la comptabilité a été correctement tenue pendant les trois ou cinq dernières années, on ne saurait affirmer avec certitude qu'elle a été également tenue avec sincérité pendant les exercices antérieurs.

Supposons que nous ayons, en conformité avec les principes qui précèdent, retenu les résultats de trois exercices et qu'après avoir procédé aux vérifications utiles et aux redressements qui s'imposent nous soyons parvenus à déterminer, avec un degré d'approximation raisonnable, les *bénéfices nets normaux* de ces trois années (sans négliger d'évaluer, mais sans vérification approfondie, les bénéfices nets normaux de six ou sept autres exercices). Suffira-t-il de calculer la moyenne des trois chiffres obtenus pour être en possession du « bénéfice moyen » qui doit entrer dans nos formules ?

En règle générale, on peut répondre par l'affirmative, mais cette règle souffre des exceptions, car une nouvelle donnée intervient fréquemment : celle de la progressivité (ou de la dégressivité) des bénéfices.

1. Ajoutons qu'il appartient, bien entendu, à l'acquéreur de définir, s'il le juge utile, les limites du mandat du vérificateur.

3. PROGRESSIVITÉ ET DÉGRESSIVITÉ DES BÉNÉFICES.

Nous avons supposé jusqu'à présent que les bénéfices des dernières années étaient stables ou ne variaient pas dans un sens défini.

Mais il est possible que l'examen de ces bénéfices fasse ressortir une progression ou une diminution continues, ce qui tendrait à prouver que l'entreprise envisagée est en plein essor ou, au contraire, qu'elle va sur son déclin. Dans l'un ou l'autre cas, le vendeur ou l'acheteur serait lésé si l'on ne tenait pas compte d'une telle évolution. Nous ne reviendrons pas sur ce point qui a été discuté dans la première partie de cet ouvrage; nous allons seulement montrer comment on peut tenir compte de telles tendances dans les calculs.

Il convient, bien entendu, de s'assurer tout d'abord que ces variations tiennent à des causes stables et dont les effets sont appelés à persister dans l'avenir. C'est ici qu'il sera souvent utile de procéder, comme nous l'avons recommandé, à l'examen sommaire des bénéfices normaux pour cinq ou six exercices, car on pourra reconnaître ainsi à quel moment ont commencé la progression ou la dégression et en déceler plus facilement les causes.

L'existence et la permanence de la tendance étant bien établies, comment pourra-t-on en tenir compte?

M. Retail indique, à cet égard, les deux modes de calcul suivants¹ :

1^o *procédé* : calculer la moyenne de trois ans, en multipliant par le coefficient 1 le bénéfice de la première année, par 2 celui de la deuxième année, par 3 celui de la troisième année.

Ce procédé fait évidemment état de la variation progressive ou dégressive constatée, mais d'une façon qui nous paraît arbitraire : pourquoi choisir les coefficients 1, 2, 3, au lieu des coefficients 1, 1,5, 2, ou de tous autres coefficients?

1. *Op. cit.*, pages 59 et 63.

2^e procédé : Quand la variation d'année en année est forte, on ne doit pas présumer qu'elle se poursuivra sur le même rythme, mais on peut admettre que le résultat des années futures ne différera pas sensiblement de celui de la dernière année examinée. Au lieu de prendre pour base de calcul le bénéfice moyen des 3 dernières années, on utilisera pour déterminer le bénéfice futur celui de la dernière année.

Voici les méthodes que nous préconisons pour notre part : quand l'entreprise compte un certain nombre d'années d'existence, on vérifie les bénéfices normaux de trois à cinq ans et, si la comptabilité paraît sincère, on établit également, mais sans vérification approfondie, les bénéfices normaux de plusieurs autres années.

Prenons trois exemples :

	Cas A	Cas B	Cas C
1927	40.000		
1928	39.000		
1929	43.000		
1930	45.000		
1931	46.000	53.000	45.000
1932	44.000	47.000	47.000
1933	48.000	45.000	53.000
	305.000	145.000	145.000

CAS A. — L'examen de la colonne A fait bien ressortir un accroissement continu des bénéfices, mais, comme des fluctuations sont intervenues, il est difficile de se faire une idée juste de la tendance. Il y a donc lieu d'effacer les « pointes » gênantes.

Les statisticiens ont imaginé dans ce but des méthodes d'une grande précision, mais qui sont malheureusement peu accessibles au commun des opérateurs.

Voici comment nous allons procéder : nous ventilerons les bénéfices de façon à obtenir le même total de 305.000 fr., mais en prélevant sur les bénéfices des bonnes années les

sommes nécessaires pour combler les moins-values des années médiocres 1928 et 1932, tout en nous efforçant de donner à la variation des bénéfices une allure aussi régulière que possible.

Le tableau ci-après montre comment on procède à un tel travail :

<i>Années</i>	<i>Bénéfices</i>	<i>Compensations</i>		<i>Bénéfices compensés</i>
		+	—	
1927	40.000			40.000
1928	39.000	2.000		41.000
1929	43.000		1.000	42.000
1930	45.000		1.000	44.000
1931	46.000		1.000	45.000
1932	44.000	2.000		46.000
1933	48.000		1.000	47.000
	305.000	4.000	4.000	305.000

Le graphique suivant rend sensible l'avantage de cette technique appliquée en vue de dégager la tendance.

Nous avons porté sur ce graphique trois lignes :

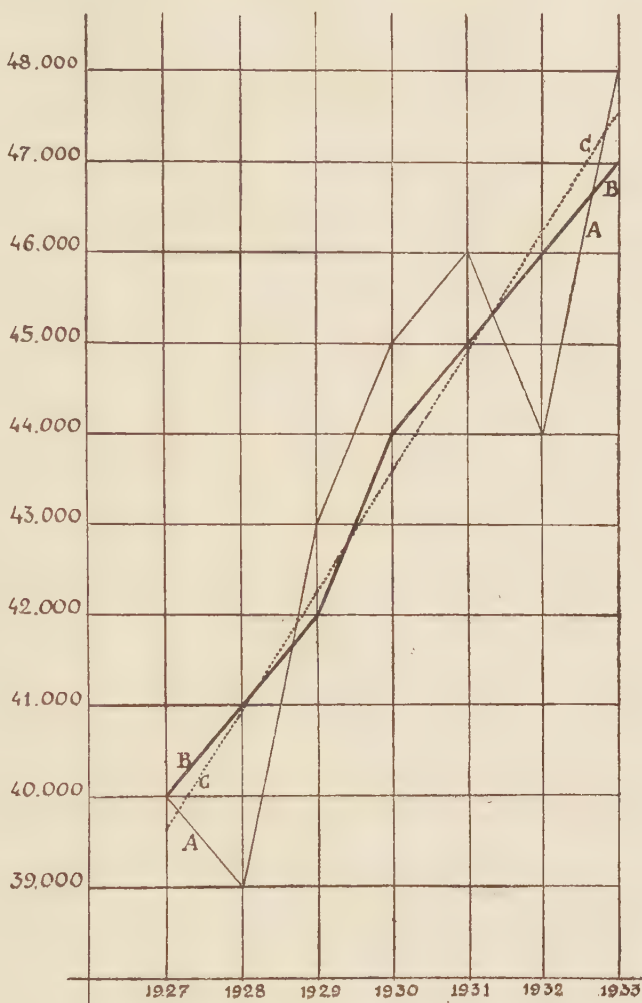
1° Une ligne en trait fin qui correspond aux bénéfices annuels (A);

2° Une ligne en trait épais qui correspond aux bénéfices compensés (B);

3° Une ligne en pointillé qui correspond aux bénéfices compensés d'une façon plus rationnelle, à l'aide des méthodes statistiques, de façon à ramener leurs mouvements à une ligne droite (C).

Quelles indications pouvons-nous tirer de ces trois courbes ?

Certes, elles révèlent une progression presque continue des bénéfices depuis 7 ans (il faudra d'ailleurs chercher la cause des fléchissements de 1928 et de 1932); mais peut-on en conclure que cette progression va se poursuivre ? Il n'est assurément pas possible de répondre avec certitude à cette question.



Tout ce que l'on peut dire, c'est que si cette progression répond à une cause profonde (encore faut-il être certain d'en avoir découvert l'origine réelle) qui continuera à agir après le changement de propriétaire, il y a des chances sérieuses pour que la progression continue ou, tout au moins, pour que le bénéfice se maintienne voisin des derniers résultats obtenus (entre 47.000 et 48.000).

En pareil cas, il semble qu'on doive tenir compte au vendeur des résultats acquis, c'est-à-dire prévoir que les bénéfices futurs seront au moins égaux au chiffre qui correspond au point atteint par la ligne C pour la dernière année examinée (ici environ 47.500) mais sans faire état de la progression future dont le caractère est trop hypothétique¹.

A titre d'indication, voici les chiffres obtenus à l'aide des méthodes analysées jusqu'à ce point :

Moyenne des 3 années moyennes des 5 dernières années :	45.000fr.
Moyenne des 3 dernières années :	46.000 «
Méthode de M. Retail : 1 ^{er} procédé :	46.300 »
— 2 ^e procédé :	48.000 »
Méthode proposée : compensation approchée	47.000 »
— : — rigoureuse	47.500 »

CAS B. — Ici, nous supposons que, pour une raison quelconque, nous ne pouvons utiliser avec certitude que le chiffre des bénéfices des 3 dernières années. La période envisagée est trop courte pour que l'on puisse essayer de préciser la tendance. Nous devons donc nous borner à constater que la décroissance des bénéfices est continue et que leur chute a été plus violente de 1931 à 1932 que de 1932 à 1933. Mais nous ne saurions affirmer que la chute est enrayée; nous ne pouvons même, contrairement au cas précédent, faire aucune supposition valable concernant l'orientation future des bénéfices.

1. En d'autres termes, nous repoussons les évaluations par « extrapolation » comme trop aléatoires.

Cependant la tendance à la chute est certaine, et il faut en tenir compte, à moins que les renseignements recueillis, l'examen de la situation économique, etc., ne permettent de supposer qu'il s'agit là seulement d'une diminution temporaire des bénéfices.

Retenir comme base de calcul le chiffre de la dernière année serait donc imprudent. Mais il n'est pas possible d'indiquer quelle réduction il faut lui faire subir : c'est là question de cas d'espèce et d'interprétation personnelle.

Si, par exemple, cette baisse paraît tenir à une désaffection du public pour le produit vendu, il sera prudent de considérer qu'elle peut continuer jusqu'à disparition complète du bénéfice. On traitera donc le bénéfice *total* comme un bénéfice décroissant destiné à disparaître plus ou moins rapidement.

Si, au contraire, la baisse paraît due à un renforcement de la concurrence, on peut supposer que celle-ci restera malgré tout limitée par la nécessité de rémunérer les capitaux engagés dans la catégorie des entreprises en question. Si la fraction de bénéfices destinée à rémunérer les capitaux engagés ressort dans le cas présent, à 20.000 fr., c'est seulement l'*excédent*, soit 25.000 fr., qu'on doit considérer comme pouvant être appelé à disparaître peu à peu.

Quel sera le rythme de décroissance de ces bénéfices ? Sur ce point encore il est difficile de formuler une règle précise. Seul un examen général de la situation pourra permettre d'avancer une hypothèse — souvent fragile ! A défaut d'autre indication, il paraît prudent d'admettre que la plus forte diminution constatée pour les années examinées pourra devenir la règle au cours des années à venir. Dans l'exemple choisi cette diminution ressort à 6.000 francs (1931-1932).

Pour reprendre nos deux hypothèses, nous pouvons donc supposer que les bénéfices deviendront :

	<i>Bénéfices destinés à disparaître entièrement</i>	<i>Bénéfices diminués jusqu'à concurrence de l'intérêt du capital engagé</i>
En 1934	39.000	39.000
— 1935	33.000	33.000
— 1936	27.000	27.000
— 1937	21.000	21.000
— 1938	15.000	20.000
— 1939	9.000	20.000
— 1940	3.000	etc.

Cas C. — Comme dans le cas précédent, notre investigation est limitée à 3 ans. Les bénéfices sont croissants et nous admettons ici encore que leur accroissement n'est pas dû à une cause passagère.

Comment tenir compte de cette tendance ?

Retenir comme bénéfice de capitalisation celui de la dernière année serait imprudent, car il se peut que nous soyons là en présence d'une pointe. Nous suggérons donc de prendre un chiffre intermédiaire entre la moyenne des bénéfices et le bénéfice de la dernière année. A défaut d'autre indication, on peut choisir la moyenne de ces deux chiffres :

La moyenne des bénéfices est de.....	48.300
Le bénéfice de la dernière année est de.....	53.000
Le bénéfice à capitaliser serait donc de.....	50.600

(L'application du premier procédé de *M. Retail* donnerait comme bénéfice à capitaliser : 49.600).

Nous ne nous dissimulons pas qu'aux méthodes que nous venons de définir pour l'étude des cas *B* et *C* on peut opposer le même reproche d'empirisme qu'à celles de *M. Retail*. A cela nul remède : il n'est pas possible de dégager une tendance ferme en partant de données incomplètes.

Aussi, toutes les fois que ce sera possible, devra-t-on s'efforcer d'utiliser un nombre d'exercices supérieur à trois. On peut estimer que la connaissance des résultats de 5

années permet déjà de déterminer avec une assez bonne approximation la tendance.

Voici, en résumé, les principes qui doivent, selon nous, régir l'étude de la variation des bénéfices :

1^o Rechercher les causes de la variation, se demander si leurs effets sont destinés à se prolonger dans l'avenir.

2^o Dans tous les cas où l'on aura pu déterminer les bénéfices normaux pendant au moins cinq ans, compenser ces bénéfices pour préciser la tendance. (Etablir de préférence un graphique, car il est plus facile de raisonner sur un graphique que sur une colonne de chiffres.)

Si les bénéfices sont en progression, prendre comme base de calcul le bénéfice (après compensation) de la dernière année.

Si les bénéfices sont en diminution, admettre que cette diminution se poursuivra sur le même rythme jusqu'à une limite qui peut être, suivant les cas, soit zéro (entreprise en déclin), soit la fraction de bénéfice nécessaire pour rémunérer les capitaux engagés (entreprise concurrencée).

3^o Si l'on n'a pu déterminer les bénéfices que pour 2, 3, 4 ans, il n'est pas possible de dégager la tendance avec précision.

Si les bénéfices sont en progression, on prendra comme base de calcul la moyenne arithmétique entre le bénéfice de la dernière année et la moyenne des bénéfices des trois dernières années.

Si les bénéfices sont en régression, on admettra qu'ils risquent de reculer jusqu'à l'une des limites indiquées plus haut et que le rythme de leur décroissance future correspondra à la plus forte diminution constatée pendant les exercices vérifiés.

4. INFLUENCE SUR LE BÉNÉFICE DES CAPITAUX ENGAGÉS.

Nous venons de constater que, pour soustraire les calculs de capitalisation à l'influence aberrante des résultats anormaux, en plus ou en moins, d'un exercice donné, il y avait lieu de raisonner sur la moyenne des résultats réalisés sur un certain nombre d'exercices, par exemple sur trois exercices. Nous avons également indiqué que, si l'examen des comptes fait ressortir une progression ou une dégression nettement marquée des bénéfices, il convient de faire état, avec modération, de cette tendance dans le calcul du bénéfice moyen destiné à servir de base à l'évaluateur.

Cependant, une autre influence peut, dans certains cas, risquer de fausser les opérations d'évaluation : nous voulons parler du volume des capitaux qui travaillent dans l'entreprise, si ce volume a fortement varié au cours des exercices retenus en vue de dégager le résultat moyen.

Supposons, par exemple, qu'une entreprise exploite un procédé récent, particulièrement productif, et que le bénéfice net s'élève en moyenne à 15% du capital engagé. Supposons, d'autre part, que le bénéfice d'évaluation soit obtenu en prenant la moyenne des résultats des trois derniers exercices.

Examinons maintenant trois hypothèses possibles :

	<i>Résultats.</i>		
	A	B	C
1 ^{re} année....	1.000.000	1.000.000	500.000
2 ^e —	1.000.000	500.000	750.000
3 ^e —	1.000.000	900.000	1.000.000
Moyenne	1.000.000	800.000	750.000

Recherchons maintenant les raisons auxquelles a tenu, dans chaque cas, l'évolution des bénéfices constatés.

Dans l'hypothèse A, l'entreprise a travaillé depuis trois ans à pleine capacité, c'est-à-dire qu'elle a obtenu le rendement maximum des capitaux, propres ou empruntés, engagés dans l'affaire, sans chercher d'ailleurs à en augmenter le montant.

Dans l'hypothèse *B*, l'entreprise a travaillé tout d'abord avec $1/3$ de capitaux propres et $2/3$ de capitaux empruntés à court terme. Au début de la deuxième année, la banque qui la finançait a cru devoir réduire considérablement le découvert précédemment consenti, ce qui a entraîné une forte réduction du volume des affaires et, partant, du bénéfice. L'entreprise ayant dû renoncer à accepter certaines commandes et à reconstituer certains stocks. Cependant, au bout de quelques mois, les dirigeants ont réussi à se procurer le complément de capitaux qui leur avait provisoirement fait défaut, en procédant à une augmentation de capital et, dès la troisième année, cet élargissement du financement s'est traduit par le rétablissement presque intégral du bénéfice réalisé antérieurement à la révocation du découvert.

Dans l'hypothèse *C*, enfin, les capitaux engagés se sont accrus d'un tiers au terme de la première année et ont été doublés au terme de la seconde année. En raison de la très grande stabilité du rendement, le développement des résultats a été parallèle aux augmentations de capital successives.

Le cas *A* (celui où les capitaux engagés n'ont pas sensiblement varié) ne soulève à première vue aucune difficulté d'interprétation. Il est vrai que nous avons choisi une hypothèse particulièrement simple. Cependant, nous aboutirions aux mêmes conclusions, soit que, les capitaux engagés n'ayant guère varié, les bénéfices, au contraire, aient été soumis à de sérieuses fluctuations, par exemple en raison des vicissitudes économiques — soit que les capitaux investis à court terme aient oscillé dans des limites assez larges, en liaison avec le volume des affaires.

En effet, d'une part, le calcul de moyenne a précisément pour objet de soustraire, *dans une certaine mesure*, l'évaluation aux influences de la conjoncture. Acheter une entreprise, nous l'avons dit, c'est acheter les bénéfices futurs qu'elle est appelée à réaliser pendant une série d'années. Or, l'expérience démontre que les résultats des entreprises n'échappent guère aux influences cycliques. Par conséquent, il ne serait pas équitable, en procédant à l'évaluation, de se

baser uniquement sur les résultats d'un seul exercice, particulièrement défavorable ou exagérément favorable. Le principe de la moyenne triennale permet précisément d'atténuer les conséquences de telles anomalies.

De même, il n'y a pas lieu de se préoccuper de l'influence que peuvent exercer sur les résultats les fluctuations *normales* du montant des crédits à court terme travaillant dans l'entreprise, car ces fluctuations sont, en règle générale, la conséquence et non la cause de l'activité des transactions. Le grand avantage du financement par voie de crédit à court terme (qui comporte par ailleurs, on le sait, certains inconvénients), c'est précisément qu'il permet de contracter ou de développer rapidement le volume des capitaux engagés, en fonction même du rythme des affaires. Or, nous venons de le dire, la méthode de la moyenne triennale ou quinquennale tend justement à régulariser l'influence de ce facteur.

Il peut néanmoins advenir que le montant des crédits à court terme employés pendant tel des exercices considérés apparaisse comme exceptionnellement élevé. Cet état de choses peut tenir à un gonflement anormal des stocks (mévente) entraînant une réduction du bénéfice ou provoquant même l'apparition d'un déficit. Mais il peut tenir également au fait que l'entreprise a connu une période d'activité particulièrement intense, en raison de circonstances exceptionnelles : par exemple, une maison de commerce sise aux portes d'une exposition aura vu ses affaires momentanément doubler; un entrepreneur aura enlevé une grosse commande; une fabrique de tissus aura eu la bonne fortune de lancer un modèle qui aura connu la grande vogue pendant une saison. Il est évident que de telles circonstances, si elles ne doivent pas se renouveler, sont susceptibles de fausser plus ou moins gravement le calcul du « bénéfice normal ». Par conséquent, l'acquéreur et l'évaluateur, s'ils constatent des variations brutales dans le montant des crédits à court terme employés, doivent toujours se demander quelle en est la cause, puis, le cas échéant, procéder aux opérations rectificatives qui s'imposent. A cet égard un procédé pratique consiste à

faire subir au chiffre d'affaires exceptionnellement gonflé un abattement à concurrence de la fraction tenue pour anormale. On appliquera à la tranche ainsi éliminée un pourcentage correspondant au bénéfice net réalisé sur ces ventes ou, à défaut, le pourcentage du bénéfice net de l'exercice par rapport au chiffre d'affaires total. On obtiendra ainsi le bénéfice net réalisé sur la fraction exceptionnelle du chiffre d'affaires et il suffira de retrancher du bénéfice net total cette partie du bénéfice pour obtenir le bénéfice normal de l'exercice.

EXEMPLE : Une maison a réalisé pendant les trois années examinées les chiffres d'affaires et les bénéfices suivants :

<i>Années</i>	<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>Bénéfices</i>
1928	1.000.000	150.000
1929	2.000.000	400.000
1930	800.000	80.000

Un examen attentif démontre que les résultats brillants de 1929 se sont rapportés à la vente d'un modèle qui a connu une vogue exceptionnelle. Le chiffre d'affaires réalisé sur ce modèle s'est élevé à 600.000 francs. Les prévisions de vente, dépassées par l'engouement du public, ne se montaient qu'à 100.000 francs. Le bénéfice net moyen réalisé sur ce modèle a été de 22%. Le bénéfice anormal s'est donc élevé à $500.000 \times 0,22 = 110.000$. Le bénéfice normal ne doit donc se chiffrer qu'à $400.000 - 110.000 = 290.000$ francs.

Nous ne nous dissimulons aucunement que de telles rectifications comportent une part assez forte d'arbitraire et peuvent faire l'objet d'ardentes controverses entre acheteur et vendeur. Néanmoins, l'évaluateur consciencieux est entièrement fondé, sinon à imposer son point de vue, du moins à attirer l'attention des parties sur tels « gonflements » ou « dégonflements » des chiffres d'affaires ou des crédits utilisés qui sont de nature à fausser l'évaluation du béné-

fice normal et, partant, à réagir injustement sur le prix de vente.

Examinons maintenant l'hypothèse *C*. Ici, nous constatons que le chiffre d'affaires et le bénéfice se sont accrus proportionnellement au montant des capitaux propres investis dans l'entreprise, c'est-à-dire, apparemment, proportionnellement à l'accroissement du potentiel de production de l'affaire, les capitaux frais ayant vraisemblablement servi à édifier des bâtiments, acheter des machines, augmenter le stock-outil, intensifier la publicité, etc.

En pareille occurrence, doit-on adopter comme « bénéfice à capitaliser » le bénéfice moyen des trois exercices, soit 750.000 fr.? Une pareille solution, pour prudente qu'elle soit, peut sembler critiquable, du point de vue du cédant, car, en raison de la corrélation très probable qui se manifeste entre les investissements successifs des capitaux et la progression des bénéfices, le vendeur est en droit de soutenir que le bénéfice réalisé au cours du dernier exercice (1.000.000 fr.) devrait servir de base à l'évaluation des bénéfices futurs.

C'est pourquoi le professeur *Schmalenbach* suggère, lorsqu'il paraît exister une corrélation entre le montant des bénéfices et le montant des capitaux investis (capital proprement dit et réserves), de rectifier en conséquence les bénéfices des années antérieures entrant dans le calcul de moyenne.

Supposons, par exemple, que, dans une telle hypothèse, l'évolution parallèle des capitaux et des bénéfices ait été la suivante :

	Capitaux investis	Bénéfices
1 ^{re} année	5.000.000	500.000
2 ^e année	7.500.000	750.000
3 ^e année	10.000.000	1.000.000

Nous sommes évidemment en droit de supposer que si le capital s'était élevé dès la première année considérée à 10.000.000 fr. le bénéfice aurait atteint pour chacune des

trois années successives 1.000.000 fr., soit une moyenne trisannuelle de 1.000.000 fr.

Observons, au demeurant, que nous aboutirions à des conclusions analogues en faisant intervenir nos considérations antérieures sur la « tendance » en cas de progressivité ou de dégressivité régulières des profits.

Cependant, l'exemple que nous venons d'employer pour notre démonstration est, évidemment, extrêmement théorique, une corrélation aussi rigoureuse entre les capitaux investis et les bénéfices réalisés ne pouvant guère s'établir en pratique, notamment en raison des oscillations de la conjoncture. Aussi allons-nous modifier comme il suit notre hypothèse :

	Capitaux investis	Bénéfices
1 ^{re} année	5.000.000	700.000
2 ^e année	7.500.000	1.600.000
3 ^e année	10.000.000	1.500.000

Or, nous pouvons raisonner comme il suit, sans nous dissimuler qu'il s'agit là d'une hypothèse que les faits auraient pu ne pas réaliser :

Si avec 10.000.000 + 7.500.000 + 5.000.000 soit 22.500.000 fr. nous avons réalisé en trois exercices 700.000 + 1.600.000 + 1.500.000 soit 3.800.000 fr. de bénéfices, nous aurions avec 10.000.000 $\times$ 3 = 30.000.000 réalisé dans la même période :

$$\frac{x}{30.000.000} = \frac{3.800.000}{22.500.000}$$

d'où :

$$x = 5.066.666$$

Ce qui fait ressortir la moyenne trisannuelle recherchée à :

$$\frac{5.066.666}{3} = 1.688.888$$

La réalité aurait pu d'ailleurs, répétons-le, déjouer ce raisonnement théorique. En effet, dans certains cas, des

investissements judicieux de capitaux frais peuvent accroître *plus que proportionnellement* le rendement d'une entreprise (introduction du travail en série, rationalisation intelligente, achats de matières à des conditions plus avantageuses, campagne de publicité fructueuse) Dans d'autres cas, au contraire, des capitaux mal employés deviennent un *poids mort* pour une entreprise et ont pour effet de diminuer sa rentabilité (installations somptuaires, achat d'outillage disproportionné aux possibilités de vente, participations à des entreprises déficitaires, etc.). D'autre part, nous avons raisonné jusqu'à présent sur la corrélation qui peut s'établir, jusqu'à un certain point, entre le volume des capitaux investis aux cours des années comparatives et les bénéfices réalisés pendant les mêmes exercices. Cependant, il peut arriver que ces apports de capitaux frais aient été effectués par voie d'*emprunts à long terme*. Doit-on, en ce cas, continuer à raisonner comme si ces emprunts avaient été effectués rétroactivement et avaient pu, dès le début, réagir sur le montant des bénéfices entrant dans le calcul de moyenne? (Dans une telle hypothèse, il faudrait, bien entendu, faire également état, dès la première année, des charges afférentes au service d'un tel emprunt).

A notre avis, une telle solution serait assez contestable. On ne doit pas, en effet, perdre de vue que si les emprunts à long terme peuvent, dans les années prospères, accroître considérablement les bénéfices d'une entreprise (profits différentiels), ils peuvent également, en période de dépression, devenir une charge extrêmement lourde, voire insupportable. De plus, ce n'est pas au vendeur, mais bien *au prêteur* que l'acquéreur est redevable (contre loyer adéquat) des avantages inhérents à une telle opération financière, à telle enseigne que, s'il dispose de capitaux propres suffisants, rien ne l'empêchera généralement de rembourser le prêteur par anticipation. Nous penchons donc plutôt à ne pas nous préoccuper de l'influence des emprunts à long terme sur les variations des bénéfices entrant dans la moyenne à établir. Mais c'est là encore question de cas d'espèce.

Revenons maintenant à notre hypothèse intermédiaire,

l'hypothèse *B*. Dans ce cas, le bénéfice « régulier » de l'affaire a été brutalement comprimé, au cours du deuxième exercice, par une gêne imprévue de trésorerie tenant à la dénonciation de facilités à laquelle on n'a pu remédier qu'au bout d'un certain temps. Il est évident qu'en pareille occurrence le calcul de la moyenne serait complètement faussé si l'on n'écartait pas le résultat du deuxième exercice, amoindri pour des raisons qui n'ont rien à voir avec la structure et les possibilités commerciales de l'affaire. Il est donc probable qu'il y aura lieu de faire état d'un autre exercice « normal » ou de s'en tenir à la 1^{re} et à la 3^e année.

Bien d'autres difficultés peuvent se rencontrer en pratique lorsqu'il s'agit d'interpréter les variations des résultats destinés à concourir au calcul du « bénéfice normal de base ». Supposons, par exemple, qu'une entreprise ait constitué dans le passé de fortes réserves occultes, par sous-évaluation systématique des stocks et des participations pendant une série d'années prospères, puis que, les années de vaches maigres étant survenues, elle ait fait « ressortir » peu à peu ces réserves de leurs cachettes afin d'égaliser ses profits. Exemple (l'année 1 étant la dernière année prospère) :

Années	Capital et réserves apparentes	Bénéfice apparent	Bénéfice occulte	Réserve occulte cumulée
I	1.000.000	200.000	100.000	600.000
II	1.000.000	200.000	0	550.000
III	1.000.000	200.000	0	450.000
IV	1.500.000	250.000	0	300.000
V	1.500.000	300.000	0	0

En apparence, les bénéfices sont donc restés remarquablement stables et une corrélation très nette paraît exister entre le montant du capital (porté à 1.500.000 frs. au cours de la 4^e année examinée) et celui du bénéfice. A s'en tenir à un examen superficiel, on serait donc porté à retenir

comme bénéfice d'évaluation 300.000 ou, tout au moins, 250.000 fr. Or, en fait, les bénéfices *réels* ont constamment décréu depuis 5 ans, s'étant élevés à :

Années	Bénéfice réel	pour Capital et réserves ap- parentes et occultes
I	300.000	1.600.000
II	150.000	1.550.000
III	100.000	1.450.000
IV	100.000	1.800.000
V	0	1.500.000

L'acquéreur qui, ignorant les virements occultes effectués, ne se serait pas rendu compte de l'épuisement progressif de l'entreprise vivant depuis des années sur sa substance, risquerait donc de faire une déplorable opération. Que l'on ne dise pas qu'il s'agit là d'une hypothèse purement théorique : il y a peu d'années, un grand financier anglais, lord *Kylsant*, a été condamné sévèrement par les tribunaux britanniques pour avoir laissé publier des prospectus d'émission correspondant au schéma qui précède.

En résumé, il est certainement nécessaire, lorsque l'on cherche à évaluer une entreprise, de s'efforcer, dans la mesure du possible, de tenir compte des corrélations pouvant exister entre les variations du capital engagé et les fluctuations des résultats, puis de « pondérer » en conséquence le bénéfice « normal » destiné à entrer dans le calcul évaluatif. Qu'une telle analyse soit délicate, qu'elle laisse place à une large marge d'arbitraire, nous n'en disconvenons pas. Mais, en matière d'évaluations, on ne doit jamais hésiter à mettre en œuvre tous les moyens propres à serrer de plus près une vérité objective toujours fuyante et incertaine. Ce qui importe avant tout, c'est d'attirer l'attention des parties sur tous les aspects d'un problème entre tous complexe. C'est à elles qu'il appartient alors de se décider, en faisant appel à leur intuition guidée par le raisonnement.

CHAPITRE VII

CHOIX DU TAUX DE CAPITALISATION ET DU NOMBRE D'ANNÉES

I. Taux de capitalisation.

Nous avons justifié précédemment l'introduction dans les formules d'un taux de capitalisation. Il nous faut revenir sur ce point pour faciliter la compréhension de la discussion qui va suivre.

L'acquéreur d'un fonds de commerce ou d'une entreprise fait un placement. Il dispose de certains capitaux, peut-être improductifs, peut-être déjà investis, et il décide de les consacrer à l'achat, soit d'une entreprise *in globo*, soit d'un fonds de commerce et des éléments productifs nécessaires pour tirer parti de ce fonds. Cette opération est effectuée dans un but lucratif, l'acquéreur espérant faire produire aux capitaux ainsi engagés un certain revenu : *le bénéfice net normal futur*

Si nous supposons, provisoirement, que l'acheteur n'a pas de raisons spéciales pour consacrer ses capitaux à l'achat d'un fonds ou d'une entreprise, le seul motif qui puisse lui faire préférer ce placement à tout autre mode alternatif de placement (achat d'une maison de rapport, de valeurs mobilières, prêt hypothécaire, placement en report, etc.) consiste dans l'espoir de retirer un revenu relativement élevé des capitaux employés sous la première forme. En fait d'autres motifs contribuent presque toujours à décider l'acquéreur et, notamment, la vocation qu'il a ou qu'il croit avoir pour le commerce. Néanmoins, l'espoir

d'un bénéfice suffisamment rémunérateur constitue bien, en règle générale, le principal motif déterminant¹.

En contrepartie, il est vrai, l'acquéreur s'expose à ne retirer de ses capitaux qu'un revenu inférieur à celui qu'il escomptait ; il peut même advenir que les capitaux investis restent improductifs, en totalité ou en partie, et soient perdus. Un acheteur réfléchi ne consentira donc à assumer un tel risque que s'il est encouragé par la perspective d'un bénéfice important : plus le risque encouru sera grand et plus le rendement prévu des capitaux hasardés devra être considérable.

Consciemment ou non, l'acquéreur va donc comparer le bénéfice éventuel au revenu qu'il pourrait tirer d'un placement considéré comme très sûr, et il ne se résoudra à acheter un fonds que si la différence entre ces deux revenus est assez tentante pour emporter sa décision en dépit du caractère aléatoire des bénéfices futurs.

Pratiquement, une telle comparaison se ramène à rapprocher différents taux de capitalisation. Sachant qu'il pourrait facilement placer son capital d'une façon sûre sur la base d'un taux donné relativement faible, par exemple 5%, l'acquéreur présomptif est amené à se demander quel accroissement de ce taux pourrait justifier à ses yeux l'augmentation du risque encouru.

Le choix du taux de capitalisation comporte donc une double recherche : celle d'un *taux de base* correspondant à un placement exposant l'intéressé à un risque minimum, puis celle de la *majoration* qu'il faut appliquer à ce taux pour tenir compte du risque supplémentaire plus ou moins considérable que vont courir les capitaux investis dans l'achat d'un fonds de commerce ou d'une entreprise.

I. DÉTERMINATION DU TAUX DE BASE.

Nous avons déjà signalé au commencement de cet ouvrage que la question du taux de capitalisation avait attiré l'attention de *M. Retail*. Dans son ouvrage déjà

1. Le désir de « trouver une situation », un emploi à leur activité décide sans doute également beaucoup d'acheteurs et les détermine, notamment en période de chômage, à certains sacrifices.

cité, cet auteur suggère de choisir pour base d'évaluation les taux d'escompte de la Banque de France et recommande de prendre la moyenne de ces taux pendant une certaine période, afin de tenir compte des variations des taux d'intérêt qui surviendront dans l'avenir. Il donne comme raison de ce choix que le taux de la Banque de France constitue un taux officiel, connu de tous, ne subissant pas de sautes brusques et dont les variations sont faibles si l'on considère une longue période.

N'oublions pas que *M. Retail* a eu principalement en vue l'expertise judiciaire. Ceci justifie son choix d'un taux officiel, facile à connaître par les juges et indiscutable par les plaideurs. On conçoit également que, dans l'impossibilité d'apprécier les intentions des parties, l'expert soit fondé à présumer que l'acheteur avait évalué au minimum le risque encouru par ses capitaux.

Cependant le taux d'escompte de la Banque de France correspond-il bien à ce risque minimum?

On sait que le taux d'escompte de la Banque de France régit le marché de l'argent à court terme, c'est-à-dire des capitaux qui ne veulent ou ne peuvent s'employer que pendant une période relativement courte : le type même de ces opérations est constitué par l'escompte commercial, c'est-à-dire par l'octroi de crédits reposant sur des opérations en marchandises qui doivent se liquider dans un délai ne dépassant pas ordinairement 3 mois. Au contraire, lorsqu'il s'agit de faire travailler des capitaux pendant une période prolongée, ce sont alors les conditions des investissements à long terme qui font loi, qu'il s'agisse d'émissions d'emprunts d'Etat, de placements obligataires, d'opérations hypothécaires, de contrats d'assurance-vie, etc.

D'une manière générale, on peut dire que tout investissement de fonds destinés normalement à être immobilisés pendant une période relativement prolongée est soumis aux conditions financières des prêts à long terme et non pas à celles des crédits à court terme; ou encore, en d'autres termes, que le taux destiné à rémunérer des capitaux *immobilisés*, c'est-à-dire ne devant pas faire prochainement retour au capitaliste, sauf en cas de revente à un nouvel

acheteur ou de cession de créance à un nouveau prêteur, doit être le taux de l'argent à long terme.

Or, il est évident que l'achat d'un fonds de commerce ou d'industrie constitue bien un investissement permanent, une immobilisation de capital. Ainsi qu'on l'a déjà indiqué le raisonnement de l'acheteur d'un fonds est le suivant : « Si je plaçais mon argent en valeurs de bourse, j'en retirerais actuellement du 6% ; je ne dois donc pas consacrer plus de 3.000.000 de francs à l'achat de cette entreprise, car elle rapporte 180.000 francs, ce qui fait également du 6%¹ ». Cependant, on sait que le taux de l'argent à long terme est presque toujours plus élevé que celui de l'argent à court terme, car le risque de non remboursement s'accroît avec la durée, de même qu'il varie avec la nature du placement. Il serait donc déraisonnable de la part d'un acheteur de renoncer à cette légitime différence de taux, ou, plus exactement, d'agir comme s'il allait effectuer un placement de trois ou six mois, alors qu'il va investir ses capitaux pour une période beaucoup plus étendue, sauf revente.

Le taux de la Banque de France est assurément un taux minimum, correspondant à un placement très sûr ; mais c'est un taux de base *pour l'argent à court terme* et non pour l'argent à long terme, et à ce titre nous devons l'écarter.

Il nous faut donc trouver un taux plus adéquat aux conditions d'un placement à long terme, mais offrant, dans la mesure du possible, les avantages du taux d'escompte de la Banque de France, nous voulons dire faisant l'objet d'une publication semi-officielle et présentant le caractère d'un taux minimum correspondant à un risque minimum.

Or, il semble que les placements répondant le mieux à la notion de risque minimum en matière d'investissements à long terme soient *les placements en valeurs à revenu fixe françaises cotées en Bourse*.

1. En fait, comme on le verra, le taux de capitalisation applicable à l'achat d'un fonds de commerce devrait, normalement, être plus élevé que celui qui sert de base à l'achat de valeurs mobilières, en raison, notamment, de la liquidité supérieure de ces valeurs et des possibilités de répartition des risques qu'elles offrent.

Ces valeurs comprennent, d'une part les fonds publics émis par l'Etat, d'autre part les obligations émises par les colonies, pays de protectorat, départements, municipalités, etc., ou encore par les sociétés financières.

Certes, il serait exagéré d'affirmer que les valeurs à revenu fixe ne font courir aucun risque à leurs porteurs. Il arrive malheureusement que des entreprises privées ou des collectivités émettrices défaillantes ne puissent assurer le service de leurs emprunts et que les obligataires soient amenés, par force majeure, à consentir des sacrifices plus ou moins importants sur leur revenu ou sur leur capital. On peut même concevoir qu'un Etat — bien que cette hypothèse soit presque invraisemblable dans le cas de grands Etats, comme la France, l'Angleterre, les Etats-Unis — cesse de faire honneur à ses engagements. Plus sérieux encor, est le *risque monétaire*, généralement perdu de vue dans les périodes de stabilité prolongée, mais que l'expérience des années d'après guerre a de nouveau mis en lumière dans presque tous les pays du monde: on n'a pas oublié que, de 1914 à 1928, les coupons des valeurs françaises à revenu fixe ont perdu les quatre cinquièmes de leur valeur or. Cependant cette douloureuse démonstration de la relativité des notions de stabilité les plus traditionnelles présente un caractère trop exceptionnel pour qu'on doive s'y arrêter¹. De même, le fait que des porteurs d'obligations sont parfois lésés par la faillite, totale ou partielle, de la société ou collectivité émettrice ne retire pas leur caractère de sécurité maximum à l'ensemble des valeurs à revenu fixe dont, ne l'oublions pas, les emprunts émis, garantis, ou contrôlés par l'Etat constituant, de très loin, le principal élément.

Ce sont donc les placements en valeurs à revenu fixe cotées que nous choisirons comme placement-type à risque minimum. Ces titres présentent, à notre point de vue, le grand avantage de faire l'objet d'un large courant de transactions, d'être soumis au libre jeu de l'offre et de

1. En période d'inflation, le meilleur taux de base consisterait sans doute dans le taux de capitalisation de certaines grandes valeurs à revenu variable telles que les actions du canal de Suez.

la demande et, par suite, de refléter avec une grande fidélité le prix de l'argent placé à long terme. L'examen des cours de bourse permet de reconnaître le taux de capitalisation de ces titres, c'est-à-dire l'intérêt qui correspond aux yeux du public à un risque minimum.

Il convient d'ailleurs de préciser qu'on ne doit pas se contenter d'une observation trop limitée dans le temps, car la tendance d'un jour ou même d'une courte période risque d'être faussée par l'engouement du public pour telle ou telle catégorie de valeurs.

Pour se prémunir contre cet inconvénient, il faut avoir soin de se baser sur la moyenne des taux de capitalisation reconnus pendant une période assez longue, disons une année. Cette règle n'a d'ailleurs rien d'absolu et si l'on constatait une hausse ou une baisse continue des taux de capitalisation mensuels, il serait parfois plus indiqué de choisir comme base le taux de capitalisation du dernier mois. Le principe du taux de capitalisation annuel nous paraît spécialement indiqué dans les périodes où la variation des taux mensuels n'obéit pas à une tendance précise ou quand il s'agit de déterminer le taux de base, non pas en vue d'un achat ou d'une vente de fonds, mais pour trancher un litige¹.

Certes, le calcul des taux de capitalisation moyens, mensuels ou annuels, nécessiterait un travail fort long et fastidieux, mais, très heureusement, ces taux sont régulièrement publiés dans le *Bulletin mensuel de la statistique générale de la France*, ce qui présente l'avantage de les revêtir d'un caractère officiel et ne pouvant, par suite, donner lieu à discussion.

Ainsi le taux moyen de capitalisation des valeurs à

1. Nous ne sommes pas partisan d'établir la moyenne sur les taux observés pendant 2, 3 ans ou davantage. En effet l'acheteur, au moment de traiter, a le choix entre deux placements alternatifs : ou bien consacrer ses capitaux à l'achat d'un fonds, ou bien les investir en valeurs à revenu fixe dont le rendement s'élève, en moyenne, à X %. Il n'y a aucune raison pour que les parties, en 1934, se préoccupent des taux qui ont pu être pratiqués en 1932 ou en 1928. D'autre part, si les taux de capitalisation obéissent souvent à des tendances qui se prolongent sur de nombreuses années, l'observation des moyennes des années antérieures ne permet aucunement de prévoir leur évolution future.

revenu fixe possède bien les caractéristiques que nous avons reconnues pour désirables : il correspond à un risque minimum, il est très sensible à la tendance du marché des capitaux à long terme et il fait l'objet d'une publication officielle périodique.

Voici, à titre documentaire, comment a évolué le taux moyen de capitalisation des valeurs à revenu fixe de mai 1933 à mai 1934 :

1933 —	Mai	6,08
—	Juin	5,97
—	Juillet	5,85
—	Août	5,84
—	Septembre	5,76
—	Octobre	5,78
—	Novembre	6,03
—	Décembre	6,09
1934 —	Janvier	6,18
—	Février	6,16
—	Mars	6,37
	Avril	5,71

Taux moyen pour cette période : 5,98 %

2. MAJORATION DU TAUX DE BASE.

Alors que le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe correspond à un risque minimum, le taux de capitalisation des entreprises ou des fonds de commerce correspond à un risque généralement assez élevé. En période normale, ces deux taux ne coïncideront donc jamais et le second sera *toujours* supérieur au premier.

Dans quelle mesure devra-t-on donc majorer le taux de base pour obtenir le taux de capitalisation cherché? Il est impossible de donner une réponse doctrinale à une telle question qui met en jeu des éléments d'appréciation purement subjectifs : tel acheteur ne consentira à consacrer ses capitaux à l'achat d'un fonds ou d'une entreprise que s'il espère en tirer un revenu très supérieur à celui qu'il pourrait obtenir en achetant des valeurs à revenu fixe;

tel autre, plus hardi ou plus confiant dans ses capacités commerciales, fera l'affaire en se contentant d'un taux moins élevé; tel fonds dont l'existence est ancienne inspirera une plus grande confiance dans la constance de son rendement qu'un autre fonds n'ayant que peu d'années d'existence, etc.

Est-il possible, à tout le moins, de fournir certaines bases d'appréciation à l'acheteur en classant les entreprises par degrés de risque? Nous ne le croyons pas. Certes, on sait qu'il est habituellement moins dangereux d'investir ses capitaux dans une affaire d'alimentation que dans une affaire de production de films; cependant, en l'absence de statistiques précises (qui seraient d'ailleurs très difficiles à établir) portant sur le rendement moyen des différentes branches d'entreprises, sur la proportion des faillites, etc., il est impossible d'établir une hiérarchie des risques industriels ou commerciaux. Néanmoins, compte tenu des observations précédentes, il n'est pas sans intérêt de déterminer, très approximativement, les majorations moyennes applicables dans les principaux cas de la pratique et que l'on peut tenir pour raisonnables. Cette mise au point présente une double utilité : 1^o aider l'acheteur à rechercher le taux qui lui paraîtra devoir être appliqué à son cas particulier, 2^o en cas de litige entraînant expertise judiciaire, faciliter le choix d'un taux de capitalisation pouvant servir de base transactionnelle. A cet effet, nous avons réparti les entreprises en six catégories et nous avons adopté pour chacune d'entre elles la majoration du taux de base qui nous a paru la plus adéquate, compte tenu des conditions d'exploitation de ces entreprises¹.

Nous ne nous dissimulons pas qu'on peut opposer de nombreuses objections à notre classement et lui reprocher notamment d'être schématique et entaché d'arbitraire. Mais à vouloir trop entrer dans le détail et dans les nuances, on risquerait, en pareille matière, d'être constamment induit en erreur. Pour notre part, nous ne nous reconnaissons aucunement le droit d'avancer que l'achat d'un

1. L'étude de ces six catégories d'entreprises sera faite au chapitre VIII

fonds d'hôtel, par exemple, comporte un risque plus ou moins élevé que celui d'un salon de coiffure, ni, à plus forte raison, de chiffrer une telle différence de risque. Qui veut trop prouver ne prouve rien et le charlatanisme n'a pas droit de cité en matière d'expertise. C'est d'ailleurs presque à contre-cœur que nous nous sommes décidé à proposer notre classement sommaire des risques, en considération des services qu'il peut rendre aux acheteurs en les aidant à fixer leurs idées.

En ce qui concerne la deuxième objection, nous reconnaissons volontiers son bien-fondé. Ce sont *nos* taux de capitalisation que nous proposons et non pas des taux objectifs et idéals. Cependant nous nous sommes efforcé de limiter l'arbitraire au minimum en appelant notre expérience personnelle et celle des autres experts qui se sont intéressés à la question à contrôler les chiffres que nous dictait le raisonnement.

Dans le cas spécial de l'expertise judiciaire, l'expert, à notre avis, serait bien inspiré en ne se bornant pas à suggérer un seul taux, mais en proposant au juge plusieurs taux choisis dans des limites raisonnables, par exemple : ceux des catégories supérieures et inférieures à la catégorie qui lui paraît personnellement devoir être retenue ; le taux de cette catégorie et tel taux intermédiaire qui pourrait paraître plus adéquat, etc. En tout cas, le taux retenu par l'expert ou le juge ne devrait normalement jamais tomber en dessous du taux moyen de capitalisation des valeurs à revenu fixe.

Observons que le choix d'un taux de capitalisation adéquat présente une importance d'autant plus grande que, dans beaucoup de cas, une faible variation de ce taux entraînera une forte variation de la valeur attribuée au fonds.

Calculons à titre d'exemple, par la méthode de *Gref*, la valeur du fonds de commerce d'une entreprise à durée indéfinie, dont le bénéfice normal s'élève à 100.000 fr. pour 500.000 fr. de capitaux engagés, durée d'amortissement du fonds : 10 ans, en appliquant les taux 5,5, 6, 6,5 % ; puis les taux 9, 9,5, 10 %.

$$5,5 \% - V = 751.000 \text{ fr.}$$

$$6 \% - V = 672.000 \text{ fr.}$$

$$6,5 \% - V = 600.080 \text{ fr.}$$

$$9 \% - V = 372.000 \text{ fr.}$$

$$9,5 \% - V = 339.000 \text{ fr.}$$

$$10 \% - V = 309.000 \text{ fr.}$$

De 5,5 % à 6 % la valeur du fonds diminue donc de 10,5 %; de 5,5 % à 6,5 %, elle diminue de 20,1 %.

De 9 % à 9,5 %, elle diminue de 8,8 %; de 9 % à 10 %, elle diminue de 16,9 %.

On voit qu'il n'est aucunement indifférent de choisir un taux de capitalisation inférieur ou supérieur d'un demi-point.

II. Nombre d'années.

La question du nombre d'années dont il faut tenir compte dans les calculs de capitalisation a déjà fait l'objet de nombreux développements au cours des chapitres précédents. Il serait superflu de reprendre ici des discussions déjà épuisées et nous nous bornerons à grouper et à mettre en valeur les conclusions auxquelles nous étions parvenu.

Le premier principe régissant cette question est le suivant : *L'influence des efforts anciens qui ont servi à constituer la clientèle cesse généralement d'agir au bout d'un certain nombre d'années.*

Rappelons, en effet, que la valeur d'un fonds de commerce dépend à la fois d'éléments subjectifs (par exemple, les qualités commerciales de son fondateur) et d'éléments objectifs (par exemple, un bon emplacement).

L'action des éléments objectifs est relativement permanente, car elle est indépendante de l'intervention des propriétaires du fonds. Au contraire, l'action des éléments subjectifs est fugitive. Si, dans une entreprise où le rôle des éléments subjectifs est considérable, le propriétaire primitif est remplacé par un successeur de moindre valeur, il est probable que, dans un délai plus ou moins court, la clientèle sera fortement amoindrie. On doit en conclure que si la clientèle reste fidèle, c'est parce que le nouveau

propriétaire l'aura reconquise¹ grâce à ses qualités personnelles et qu'il aura en quelque sorte *recréé* une clientèle nouvelle pour laquelle il ne doit rien au vendeur du fonds.

On peut donc poser ce corollaire au principe précédent : *Plus le facteur subjectif est prépondérant, plus la disparition de la clientèle primitive sera rapide.*

Par conséquent, un des problèmes qui se posent en pratique est celui de l'importance relative des facteurs subjectifs dans une entreprise donnée. Problème souvent délicat à résoudre, car il est difficile de savoir à quelles causes d'attraction peut obéir une clientèle.

Ici encore, comme pour la discussion du taux, nous nous bornerons à définir un certain nombre de grandes catégories² parmi lesquelles le lecteur choisira celle qui lui paraîtra correspondre le mieux à telle entreprise étudiée par lui. Il lui appartiendra d'ailleurs de procéder à une analyse approfondie des causes d'attraction de la clientèle et de modifier en conséquence nos suggestions.

Rappelons dès maintenant que le procédé le plus commode, si l'on doit tenir compte des chances de disparition progressive de la clientèle primitive, consiste à considérer le bénéfice comme décroissant.

Une autre considération doit influencer sur le nombre d'années choisi : *le nombre d'années bénéficiaires dont il y a lieu de tenir compte diminue en raison inverse du risque encouru par l'acheteur.*

Moins une entreprise est stable, plus elle est soumise à l'action de la concurrence, de la mode, etc., et plus il y a de chances pour que les bénéfices escomptés dans l'avenir ne se concrétisent pas.

On peut tenir compte de ce fait de deux manières : en permettant à l'acheteur d'amortir le fonds de commerce sur ses premiers bénéfices de façon à le libérer rapidement de son risque (Méthode de *Gref*), ou en demandant au vendeur de renoncer à une partie des bénéfices futurs escomptés, afin de compenser en quelque sorte le risque encouru par l'acheteur (Méthode de *Leake*).

1. On peut appliquer à ce cas l'expression célèbre de la « création continue ».

2. Voir pour l'étude des catégories proposées le chapitre VIII.

CHAPITRE VIII

CLASSIFICATION DES ENTREPRISES EN CATÉGORIES POUR LA DÉTERMINATION DU FACTEUR TAUX ET DU FACTEUR TEMPS

1. La question du taux.

Nous avons exposé ci-dessus la marche à suivre lorsqu'il s'agit de déterminer le taux de capitalisation :

1^o Recherche du taux correspondant, au moment de la vente, à un risque minimum (taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe); 2^o Majoration de ce taux, proportionnelle à l'accroissement de risque provenant du caractère plus ou moins aléatoire de l'investissement.

Quels sont les facteurs qui régissent cet accroissement du risque? Il en existe deux :

a) LE DEGRÉ DE SÉCURITÉ.

Normalement, l'acheteur de valeurs à revenu fixe est assuré de percevoir chaque année les intérêts qui lui sont dus et de récupérer finalement son capital dans son intégrité.

Au contraire, l'acheteur d'un fonds de commerce achète le droit d'essayer de réaliser des bénéfices et, ce faisant, s'expose à tous les aléas inhérents à toute entreprise industrielle ou commerciale : risques de crise, risques de concurrence, modifications des goûts et des habitudes de la clientèle, etc. Ces risques imprévisibles de dépérissement sont assez considérables, les statistiques de faillites en font foi, pour justifier une prime d'assurance élevée qui consiste précisément dans une majoration des taux de capitalisation. De plus il s'agit là de risques non divisibles, l'acheteur d'un fonds mettant généralement et

forcément la plus grande partie de ses œufs dans le même panier, alors que l'acheteur de valeurs mobilières a toujours la faculté de procéder à une division judicieuse des risques, ce qui constitue pour lui une garantie supplémentaire très importante¹.

b) LES FACILITÉS DE RÉALISATION.

Le détenteur de valeurs à revenu fixe, pourvu que celles-ci soient négociées en bourse et jouissent d'un marché suffisamment large, a toujours la possibilité de réaliser à bref délai son portefeuille, si des motifs personnels l'y incitent ou s'il a des appréhensions touchant l'avenir de son placement².

Il n'en va aucunement de même pour le possesseur d'un fonds de commerce. Si, pour cause de maladie ou de décès, par exemple, il se voit mis dans l'obligation de procéder sans délai à la vente, des sacrifices considérables devront être parfois consentis par lui et il est de notoriété courante qu'un fonds se réalise beaucoup plus avantageusement si le vendeur peut négocier à loisir et traiter de gré à gré que si les événements lui forcent la main.

Par conséquent, si nous comparons les placements en valeurs à revenu fixe aux investissements en fonds de commerce, nous voyons que le degré de sécurité de ces derniers est beaucoup moins grand et que leurs facilités de réalisation sont nettement inférieures. Ces deux facteurs doivent donc se traduire logiquement par le choix de taux de capitalisation nettement plus élevés dans le second cas. La difficulté, nous l'avons déjà dit, consiste précisément à déterminer le degré de majoration à appliquer au taux de capitalisation minimum. Il est intéressant

1. A cet égard, l'acheteur de valeurs à revenu variable cotées en bourse est plus favorisé que l'acheteur qui consacre la majeure partie de ses capitaux à l'achat d'un fonds de commerce. Le taux de capitalisation de ces valeurs devrait donc, en principe, être nettement moins élevé que celui d'un fonds de commerce.

2. Il en va de même pour les valeurs à revenu variable jouissant d'un large marché.

à cet égard de comparer les conclusions auxquelles sont arrivés les auteurs dont nous avons exposé les méthodes.

Le professeur *Schmalenbach* estime que le taux de capitalisation, en matière de fonds, doit être normalement de l'ordre de grandeur de 10 %. Cependant, en ce qui concerne les capitaux investis dans les sociétés par actions solides, dont les titres sont négociés en bourse et jouissent d'un marché suffisamment large, un taux de capitalisation moyen de 7 % paraissait adéquat en Allemagne avant la guerre. (Il s'agit ici du taux de capitalisation des *bénéfices* réalisés, distribués ou non, et non du taux de capitalisation des *dividendes*, nécessairement inférieur.)

Cet écart entre le taux de capitalisation applicable aux entreprises individuelles et aux sociétés de personnes (sociétés en nom collectif, en commandite, à responsabilité limitée et sociétés par actions de famille), d'une part, et celui applicable aux sociétés par actions dont les titres sont cotés en bourse, d'autre part, est d'ailleurs parfaitement logique, puisque, dans le second cas, les difficultés ou retards de réalisation n'existent pas. (Il convient cependant de souligner que certaines valeurs cotées en bourse ont un marché très étroit ou presque nul et sont de réalisation extrêmement malaisée. En pareil cas leurs taux de capitalisation doivent normalement s'élever et leurs cours s'abaisser en conséquence.)

M. Leake a poussé l'analyse plus loin et distingue trois catégories principales de Fonds de Commerce (*Goodwill*) classés, *grosso modo*, selon le degré plus ou moins grand de sécurité des capitaux engagés. Nous nous sommes pour notre part, rallié dans une large mesure aux conceptions de l'éminent *chartered accountant*, tout en nous efforçant de les nuancer davantage.

Nous rencontrons, en premier lieu, le cas des métiers où des qualités personnelles : activité, entregent, compétence, notoriété, caractère, jouent un rôle prédominant, alors que les capitaux investis sont relativement peu

importants. C'est le cas des « cabinets¹ » de dentistes, d'agents d'affaires, de courtiers, d'architectes, d'agents d'assurances, etc... En pareille hypothèse, estime *M. Leake*, les risques encourus par le successeur sont relativement peu importants, s'il possède les qualités nécessaires, et l'on peut capitaliser les revenus futurs sur la base des taux d'intérêt en vigueur sur le marché des capitaux à long terme, par exemple 5 %.

Nous ne sommes pas tout à fait aussi optimiste que *M. Leake* à cet égard. En effet, d'une part, il n'est jamais certain que le successeur d'un dentiste, d'un agent d'affaires, etc..., conservera intacte la clientèle de son prédécesseur; en deuxième lieu, certaines professions libérales nécessitent la reprise ou l'achat d'un matériel assez onéreux (outillage médical, ouvrages techniques, etc...); enfin et surtout, la revente d'un tel cabinet, notamment en cas de force majeure (maladie, décès), est évidemment sujette à des aléas sérieux. C'est pourquoi nous estimons, pour notre part, que le taux de capitalisation choisi doit être assez nettement supérieur à celui des emprunts à long terme et que celui-ci devrait être majoré, à cet effet, d'au moins 1 point. En d'autres termes, si l'on part d'un taux minimum de 5 %², on devrait traiter les achats de clientèles médicales, de portefeuilles d'assurances, etc., sur la base de 6 %, ceci n'ayant, bien entendu, qu'une valeur indicative.

Examinons maintenant le cas des professions que l'on pourrait appeler *semi-artisanales*, celles où il existe bien des stocks, des installations, du matériel, mais où, néanmoins, l'activité du patron, son habileté professionnelle, son art de manier la clientèle jouent un rôle prépondérant. Il s'agit là, comme on le voit, d'un cas intermédiaire entre celui des métiers où les qualités individuelles jouent presque seules, les capitaux investis étant relativement

1. Les « cabinets » ne constituent pas des fonds de commerce et sont soumis, dans certains cas, en France tout au moins, à des régimes juridiques très différents (cabinets de médecins); mais, au point de vue économique, on est en droit d'assimiler les cabinets cessibles aux fonds.

2. Ou 4 % ou 6 %, etc. suivant l'évolution des cours des valeurs à revenu fixe.

insignifiants, et celui de la grande majorité des affaires commerciales et industrielles où l'activité du chef d'entreprise a pour support des immobilisations et des fonds de roulement relativement considérables.

On peut, dans cet ordre d'idées, citer les maisons de coiffure, les cuisiniers, les pâtisseries, les électriciens-installateurs, les tailleurs sur mesure, les artisans ruraux (forgerons, charrons, bourelliers, etc...). En raison des risques commerciaux inhérents à l'existence de stocks et d'immobilisations, même réduits, nous estimons que, pour cette catégorie de fonds, il y aurait lieu de majorer le taux de base d'au moins *2 points* (si le taux minimum est de 5 %, le taux de capitalisation à adopter devrait donc être de l'ordre de 7 %).

Nous en venons maintenant au *cas général* des entreprises industrielles, commerciales et financières de toute nature, qu'il s'agisse de fabriques, de maisons de gros ou de détail, de maisons de bar *que*, d'assurances, de transports, etc., dont la gestion ne suppose *qu'une* habileté commerciale moyenne et dans lesquelles la personnalité du patron est moins essentielle alors *que* le rôle du capital investi grandit.

Dans ces entreprises le risque est plus grand *que* dans celles des deux premières catégories, ceci pour deux raisons :

1° Le *risque* de concurrence est plus élevé, car la fondation d'une maison nouvelle est principalement conditionnée par la réunion des capitaux nécessaires pour faire fonctionner une telle entreprise. Un bon dentiste, un bon forgeron ne redoutent guère *que* la concurrence des dentistes ou des forgerons aussi ou plus habiles *qu'eux-mêmes*¹; au contraire, un marchand de vin, un épicier, etc... sont exposés à se voir concurrencer avec succès par toute personne moyennement capable *qui* possède les capitaux nécessaires pour ouvrir un magasin ou une boutique analogue.

2° En règle générale, le *risque* (concurrence, mode,

1. Certes, certaines professions libérales font l'objet d'une concurrence ardente. Mais nous discutons ici les cessions de clientèles solides à des successeurs parfaitement qualifiés.

crise économique, etc...) s'aggrave dans la mesure même où un type d'entreprise donné implique l'investissement de capitaux plus considérables, toutes proportions gardées, que ce n'est le cas pour les deux premières catégories envisagées. En effet, la valeur de ces capitaux dépend de l'activité de l'entreprise et risque d'être anéantie si celle-ci tombe en déconfiture.

Pour ces différentes raisons nous estimons qu'il convient d'appliquer à ces entreprises une importante majoration du taux de capitalisation de base. Cependant une distinction s'impose :

S'il s'agit d'entreprises particulièrement stables : industries jouissant d'un monopole de droit ou de fait¹, maisons de commerce à clientèle remarquablement fidèle, maisons de détail situées sur un emplacement privilégié, marques d'une notoriété solide et, d'une façon générale, entreprises anciennes ne révélant aucun symptôme de régression, on pourrait se borner à majorer le taux de base de *3 points* environ (soit, si le taux minimum est de 5 %, un taux de capitalisation de 8 %).

S'il s'agit au contraire d'entreprises luttant contre une forte concurrence ou très sensibles aux caprices de la mode ou aux contre-coups des crises, il pourrait paraître opportun de porter la majoration à *7 points* et même bien au delà : que l'on songe, par exemple, au cas d'un cabaret de nuit ou encore d'un fonds créé en 1932 pour exploiter la mode éphémère du « yoyo » !

Entre ces deux cas extrêmes peuvent se placer les entreprises qui ne se signalent ni par une stabilité exceptionnelle, ni par des causes de risques accrues. On peut dire qu'elles constituent la majorité des entreprises de cette catégorie. Il semble raisonnable de leur appliquer une majoration du taux de base d'environ *5 points* (soit 10 % pour un taux minimum de 5 %).

Enfin il faut envisager le cas de ce que l'on pourrait appeler les fonds de commerce « en espérance », c'est-à-

1. L'existence d'un monopole ne protège pas nécessairement une entreprise contre la concurrence : il suffit de penser à la lutte du rail et de la route ou encore du gaz et de l'électricité.

dire la valeur des idées, inventions, études préparatoires, brevets, droits au bail, entreprises nouvelles, non encore éprouvés ou confirmés par l'expérience. De tels apports, en raison des aléas élevés qu'ils comportent et de l'incertitude inhérente à tous devis et plans financiers, ne devraient être capitalisés, selon *M. Leake*, dont nous partageons l'opinion, qu'avec une majoration minimum de *15 points* (soit 20 % pour un taux minimum de 5 %), car, pour un projet qui réussit, combien échouent lamentablement ! Une prime d'assurance élevée contre l'insuccès s'impose donc en pareil cas.

Voici, en résumé, les *faux minima* que nous suggérons (rappelons encore une fois que ces taux n'ont qu'une valeur purement indicative et que nous les avançons uniquement dans le but de fixer les idées du lecteur) :

a) Cas où le travail et le mérite personnels de l'acheteur jouent un rôle presque exclusif pour retenir la clientèle acquise :

Taux de base + 1 %.

b) Cas où, bien que les capitaux investis ne soient pas négligeables, l'habileté et l'activité professionnelles de l'acheteur exercent une influence prédominante :

Taux de base + 2 %.

c) Cas des entreprises industrielles, commerciales, financières, où une capacité professionnelle normale, nécessaire pour satisfaire la clientèle, a pour support des immobilisations et fonds de roulement relativement considérables soumis aux aléas inévitables des affaires :

Taux de base + 5 %.

d) Cas des entreprises de la catégorie précédente qui s'avèrent particulièrement stables, notamment des entreprises anciennes où l'on ne constate ni fléchissements, ni fluctuations brutales :

Taux de base + 3 %.

e) Cas des entreprises appartenant également à la même catégorie, mais soumises à des aléas (concurrence, mode, crise, etc.), particulièrement élevés :

Taux de base + 7 %.

f) Cas de capitalisation de bénéfices supputés, à retirer d'une entreprise en formation ou de création récente, d'un brevet inédit, d'une « idée nouvelle » :

Taux de base + 15 %¹.

II. La question du temps.

Le problème que nous avons à examiner maintenant est celui de la persistance des bénéfices apportés dans une entreprise dont on ne prévoit pas le terme (ou dont la durée prévue paraît devoir être supérieure à celle pendant laquelle les bénéfices *apportés* se maintiendront).

Comme nous l'avons déjà indiqué, il serait injuste, dans un grand nombre de cas, d'attribuer au vendeur, à l'action persistance de ses efforts antérieurs, de sa réputation, de sa publicité, à la prolongation de son influence ou de celle de ses prédécesseurs, le mérite intégral du maintien, durant un grand nombre d'années, des bénéfices de l'entreprise. De même que, dans l'espace d'un lustre, toutes les cellules du corps humain sont remplacées par des cellules neuves, de même, au terme d'une série d'années, l'action du successeur se sera presque complètement substituée à celle du cédant et, même si les clients n'ont pas changé, il aura refait sa clientèle, tout comme il aurait constitué une clientèle de toutes pièces si, au lieu de reprendre un fonds, il s'était établi directement à son compte.

M. Leake, dans son traité², insiste à juste titre sur ce

1. D'après M. Bonnefoy (*Le Marché des Fonds de commerce*, page 33) le taux de capitalisation varierait entre 8 et 12 % pour les fonds très recherchés et 15 à 50 % pour les autres (capitalisation à durée illimitée). Ces taux s'entendent pour 1928.

2. *Leake, Commercial Goodwill*, chapitre V.

fait essentiel, trop fréquemment perdu de vue. Selon cet auteur, la valeur du « *Goodwill* » n'est pas autre chose que la valeur du superbénéfice que l'on compte retirer d'une affaire au cours des années à venir, mais il est clair que, dans le même temps où ces bénéfices seront réalisés, la valeur du *goodwill* primitivement acquis s'éliminera progressivement et finira par disparaître. Certes il pourra exister encore à cette époque un *goodwill* extrêmement lucratif, « *mais celui-ci aura dû son origine au bon travail accompli dans l'intervalle par les nouveaux propriétaires et aux relations d'affaires qu'ils auront su maintenir ou créer* ».

On aperçoit que, dans ces conditions, il sera équitable, dans un grand nombre de cas, de considérer le bénéfice provenant de la prolongation des efforts des anciens propriétaires comme une valeur décroissant, par tranches égales, d'année en année, jusqu'à disparaître à l'expiration du nombre d'années convenu. Nous avons déjà exposé les calculs qui permettent d'arriver à ce résultat : il nous reste à rechercher le nombre d'années qu'il convient de faire intervenir.

D'autre part, le nombre d'années pendant lesquelles se renouvellera ce bénéfice, constant ou décroissant, est, dans l'immense majorité des cas, limité. On sait que telle concession expirera dans dix ans, que telle mine sera épuisée d'ici trente ans. Certes, l'on n'a pas le plus souvent de motifs spéciaux de prévoir avec précision le terme des exercices bénéficiaires : cependant, même dans cette hypothèse, on est conduit à en limiter le nombre, car le bon sens indique que, sauf dans des cas tout à fait exceptionnels, la prévision des bénéfices au delà d'un certain nombre d'années présente un caractère trop aléatoire pour que l'on puisse raisonnablement en tenir compte.

On doit donc se placer à deux points de vue successifs lorsqu'il s'agit de faire intervenir la donnée « temps » dans les calculs d'évaluation.

1° On doit apprécier la prolongation plus ou moins lointaine de l'influence des efforts antérieurs à la cession. On tient compte de cette donnée en faisant, s'il y a lieu,

décroître le bénéfice moyen selon un rythme approprié.

2° On doit faire état du risque, éventuel ou certain, de disparition future des bénéfices. On tient compte de cette donnée en ne retenant qu'un nombre plus ou moins restreint d'années bénéficiaires et en amortissant plus ou moins rapidement la valeur du fonds.

Rappelons d'ailleurs que toute opération de cession de fonds doit, normalement, se traduire par un *partage* des bénéfices futurs entre le vendeur et l'acheteur, ce dernier n'ayant évidemment aucun intérêt à verser au premier la valeur actuelle de *tous* les bénéfices futurs escomptés, tout en prenant à sa charge tous les risques de non-réalisation de ces bénéfices.

Nous allons essayer d'indiquer comment on pourrait en général tenir compte de ces éléments temporels d'évaluation, tout en soulignant qu'à cet égard encore il est impossible d'édicter des règles précises et schématiques.

a) CONSTANCE OU DÉCROISSANCE DES BÉNÉFICES.

Dans les professions où *l'activité personnelle de l'exploitant* joue un rôle prépondérant (professions libérales, semi-artisans) et dans les branches où le don créateur, le goût, le contact avec la clientèle constituent les éléments essentiels du succès (haute couture, ameublement, commerce de luxe, etc...), il y a lieu, selon nous, de considérer le bénéfice *apporté* comme destiné à disparaître dans un délai assez rapproché pouvant varier de 2 à 10 ans. Dans la majorité des cas, et sauf entrée en jeu de circonstances spéciales, un coefficient de décroissance de 10 % (soit disparition du bénéfice apporté en 10 ans) nous paraît adéquat.

Dans les *entreprises industrielles ou commerciales ordinaires*, nous estimons que le bénéfice apporté s'élimine en 10 à 25 ans. Les coefficients de décroissance 5 % (disparition du bénéfice apporté en 20 ans) et 4 % (disparition du bénéfice apporté en 25 ans) nous semblent pouvoir être retenus, en règle générale, selon qu'il s'agit d'en-

treprises *ordinaires* proprement dites ou d'entreprises à *achalandage*.

Pour les *entreprises jouissant d'un monopole de fait* solide (brevets) on peut, semble-t-il, considérer le bénéfice apporté comme *constant*. On pourrait traiter de la même façon les *entreprises particulièrement stables*, exceptionnellement bien introduites sur le marché, jouissant d'une vieille renommée. Cependant, dans cette hypothèse, il nous paraît plus logique de faire décroître légèrement le bénéfice, à raison de 1 à 2% l'an, afin de tenir compte de l'élément personnel dont l'influence s'exerce toujours dans une certaine mesure.

En ce qui concerne les *entreprises plus ou moins aléatoires*, nous estimons qu'il y a toujours lieu de traiter le bénéfice apporté comme destiné à décroître plus ou moins rapidement, car de telles entreprises ne réussissent à se maintenir, sinon à prospérer, que grâce aux qualités d'hommes d'affaires de leurs dirigeants. Le coefficient de décroissance annuelle pourrait varier, en pareil cas, entre 10 et 50 %.

b) DURÉE DES BÉNÉFICES.

Dans les entreprises où l'*élément subjectif* joue un grand rôle, on ne doit évidemment tenir compte au vendeur que d'un nombre assez restreint d'années de bénéfices qui ne saurait guère dépasser *dix* et qui se réduira plus souvent à *cinq* ou à moins. Certes, en reprenant un « cabinet », une galerie de tableaux, un théâtre, une maison de haute couture, l'acquéreur bénéficie du « lancement », fruit des efforts de ses prédécesseurs. Néanmoins, il est appelé, par la force des choses, à voler rapidement de ses propres ailes et son succès comme son échec dépendent en majeure partie de son action personnelle.

Cependant, il peut advenir qu'un élément « *achalandage* » intervienne même dans des branches où l'élément *subjectif* joue un rôle prédominant : cas d'une clinique, d'un sanatorium, d'un cabinet d'affaires particulièrement bien situés. En pareil cas, on pourrait être amené à tenir compte

au vendeur de *dix années* de bénéfices, mais on ne dépassera qu'exceptionnellement cette durée.

Dans les entreprises *semi-artisanales*, les facteurs « *achalandage* » et « *capital investi* » s'affirment davantage, ce qui justifie l'extension de la durée des bénéfices reconnus au vendeur, qui pourrait osciller autour de *sept ans*.

Dans les entreprises *commerciales ou industrielles ordinaires*, le chiffre des années de bénéfices à retenir variera également en raison inverse de l'importance de l'élément subjectif. En règle générale (mais qui comprend de nombreuses exceptions !) on pourra tenir compte de *huit à douze ans* de bénéfices.

Dans les entreprises à *achalandage*, la durée des bénéfices ne saurait dépasser la *durée du bail*. Le partage par moitié de ces bénéfices capitalisés paraît constituer une solution équitable. Cependant, il nous semble encore préférable d'appliquer, dans ce cas comme dans les autres, la technique de l'amortissement.

Dans les entreprises à *monopole de fait* (brevets, etc...) la durée des bénéfices ne saurait, en principe, dépasser la durée prévue pour le maintien du monopole. Il convient d'ailleurs, selon nous, de ne tenir compte au vendeur que d'une partie des futures années bénéficiaires, par exemple la moitié ou, tout au plus, les deux tiers, car il arrive souvent que la vertu lucrative d'un brevet s'épuise bien avant qu'il soit arrivé à expiration.

Dans les entreprises *industrielles ou commerciales de tout premier ordre*, très stables, parfaitement placées sur le marché, possédant des marques célèbres, on pourrait considérer la durée de renouvellement du bénéfice comme illimitée. Néanmoins, nous estimons qu'on ne doit jamais, en principe, faire état de plus de *trente ans* de bénéfices, car il est vain, selon nous, de vouloir escompter des profits à réaliser au delà du terme d'activité normale d'une génération. Rappelons d'ailleurs que la valeur actuelle d'annuités à terme éloigné cesse d'exercer une influence réellement appréciable sur l'évaluation.

Enfin, lorsqu'il s'agit d'entreprises nettement *aléatoires*, il n'y a pas lieu, à notre avis, de tenir compte au ven-

deur des bénéfices à réaliser au delà de *cinq ans*. Encore la prudence commandera-t-elle fréquemment de s'en tenir à un nombre d'années encore plus restreint.

c) DURÉE DE L'AMORTISSEMENT.

Rappelons que l'amortissement du fonds a pour objet, au point de vue de l'évaluation, d'atténuer, dans une certaine mesure, l'influence des risques de toute nature qui peuvent empêcher les espoirs de l'acheteur de se matérialiser : risques de concurrence, risques de conjoncture, etc... Plus ces risques semblent élevés et plus la durée de l'amortissement doit, évidemment, être réduite.

Entreprises à éléments subjectifs prépondérants. — Dans ces entreprises, les « risques de transfert » semblent réduits au minimum, puisque la persistance du succès doit normalement dépendre de la personnalité de l'acquéreur, de ses qualités propres. Ils n'en existent pas moins : une concurrence dangereuse peut se révéler, la conjoncture économique peut exercer une influence défavorable, les caprices de la mode peuvent être néfastes à une affaire antérieurement prospère. De tels risques s'accroissent d'ailleurs dans la mesure même où l'exploitation exige l'investissement de capitaux plus élevés. Pour tenir compte de ces aléas, nous sommes d'avis d'appliquer le principe de l'amortissement des éléments incorporels, dans un délai maximum de *vingt ans*¹.

Dans les entreprises *semi-artistiques* il y aurait lieu, logiquement, d'accélérer dans une certaine mesure l'amortissement, en raison du *risque de concurrence accru* et de l'importance relative des capitaux investis, et de le ramener par exemple, à *quinze ans*.

Nous estimons qu'un amortissement en *dix ans*, en moyenne, pourrait être judicieusement appliqué, tant aux *entre-*

1. Il s'agit là comme dans toutes les hypothèses analogues d'un *maximum* qui pourra être réduit suivant les circonstances, par exemple et tout naturellement si la durée prévue pour l'entreprise lui était inférieure.

prises ordinaires qu'aux *entreprises à achalandage* et aux entreprises jouissant d'un monopole de fait.

Par contre, nous porterions la durée de l'amortissement à *vingt ans* dans le cas des *entreprises de tout premier ordre*.

Enfin, il convient de hâter l'amortissement des *fonds aléatoires* de telle sorte qu'il puisse être achevé en *cinq ans*, au maximum.

Redisons encore une fois, avant de terminer ce chapitre, que les chiffres que nous venons d'indiquer, soit pour le choix du taux de l'intérêt, soit pour celui du rythme de décroissance des bénéfices, soit pour celui de la durée des bénéfices n'ont qu'un caractère extrêmement approximatif. C'est à l'évaluateur mis en présence d'un cas concret qu'il appartient de dégager des circonstances de fait les indications qui lui permettront de choisir tel taux, telles modalités de décroissance, de décider s'il est équitable d'attribuer au vendeur tant ou tant d'années de bénéfices, s'il est superflu, prudent ou nécessaire d'amortir le prix du fonds, etc...

Taux, pourcentages de décroissance, nombre d'années sont, si l'on nous passe cette comparaison, les manettes qui mettent en mouvement le délicat mécanisme de l'évaluation. Un apprenti pourvu seulement d'une instruction théorique pourra sans doute le mettre en marche, mais seul un ouvrier qualifié pourra tirer un plein rendement de la machine, car il saura employer dans certains cas telle manœuvre ne figurant sur aucun manuel.

Ajoutons que, dans certaines éventualités, il y aura lieu de calculer la valeur actuelle du prix d'achat sur un bénéfice *croissant*, à partir d'un moment donné, pendant un certain nombre d'années. Nous voulons parler des évaluations se rapportant à des entreprises nouvelles, à l'exploitation de brevets inédits, etc... En pareille occurrence, il est extrêmement aléatoire de supposer que des bénéfices puissent être réalisés avant que trois, quatre ans ou davantage aient été consacrés à la mise au point technique et commerciale. Cependant, en cas de succès, les bénéfices iront sans doute croissant, pendant un certain nombre

d'années, jusqu'à atteindre — s'il est jamais atteint — le montant prévu par les fondateurs.

En pareil cas, on calculera d'abord la valeur actuelle des bénéfices pendant leur période de croissance, puis pendant la période de stabilité, en ayant soin de tenir compte du décalage résultant du fait que les premiers bénéfices ne seront réalisés qu'au bout de plusieurs années.

CHAPITRE IX

LA VALEUR COMPTABLE, LE CAPITAL MOYEN ENGAGÉ, LA VALEUR DE REMPLACEMENT, LA VALEUR LIQUIDATIVE

La valeur comptable consiste dans la différence entre l'actif réel et le passif réel tels qu'ils ressortent d'une comptabilité régulière, arrêtée à la date de l'évaluation de l'entreprise, abstraction faite des éléments immatériels.

Le capital moyen engagé représente le montant des capitaux propres qui ont travaillé en moyenne pendant un exercice dans l'entreprise.

La valeur de remplacement correspond au prix de revient, tel qu'il ressort d'une expertise directe à la date de l'évaluation de l'entreprise, des biens corporels de toute nature dépendant de l'entreprise.

La valeur liquidative traduit la valeur actuelle, à la date de l'évaluation de l'entreprise, de ce que l'on espère pouvoir retirer de la vente globale de l'entreprise ou de la vente fragmentaire de ses éléments au moment où elle sera dissoute.

La valeur comptable se dégage du bilan ; son exactitude dépend donc de l'exactitude de ce bilan et, par suite, du soin et de la compétence avec lesquels il aura été établi. Il ne nous est pas possible d'entrer ici dans les détails de la technique de vérification des bilans et nous renvoyons de nouveau le lecteur aux ouvrages d'expertise comptable qui traitent de ces questions.

La détermination du capital moyen engagé soulève également des questions de vérification comptable que nous ne développerons pas ici.

Bornons-nous à indiquer comment, la comptabilité ayant été reconnue exacte et sincère, on peut procéder au calcul du capital engagé.

Le montant des capitaux investis dans une entreprise augmente ou diminue chaque jour et, peut-on dire, à chaque moment. Ces variations se compensent d'ailleurs jusqu'à un certain point; toutefois, normalement, elles ont un sens nettement déterminé : accroissement si l'entreprise réalise des bénéfices, diminution dans le cas contraire. En outre, il intervient parfois des variations brusques provenant d'un apport nouveau ou d'un retrait de capitaux.

Si ces variations portent seulement sur les bénéfices et sont à peu près continues, c'est-à-dire si le chiffre d'affaires varie peu d'un mois à l'autre, on pourra se borner à considérer que le capital engagé pendant un exercice est égal à la valeur comptable, telle qu'elle ressort du bilan de fin d'année de l'exercice précédent, accrue de la moitié du bénéfice (ou diminuée de la moitié de la perte) réalisé au cours de l'exercice examiné. Par exemple : la valeur comptable d'une affaire fin 1932 est de : 1.000.000 francs; le bénéfice réalisé fin 1933 est de : 150.000 francs; le capital engagé pendant 1933 pourra être évalué à : 1.075.000 francs.

Si au contraire les variations des bénéfices sont discontinues (notamment dans les industries saisonnières) ou si des apports ou des retraits importants de capitaux ont eu lieu au cours de l'exercice, il y aura lieu de procéder à une analyse plus approfondie de ces variations.

A cet effet, on dressera des *bilans mensuels* en se basant sur les balances mensuelles et on retiendra comme capital engagé moyen la moyenne des valeurs comptables ressortant de douze bilans mensuels successifs.

Mais un tel travail est fréquemment difficile à réaliser parce que la plupart des comptabilités ne sont pas organisées de façon à permettre de suivre mois par mois les variations des bénéfices. Cependant, comme en l'espèce on ne recherche qu'un résultat approché, on obtiendra dans la plupart des cas une approximation suffisante en calculant le pourcentage moyen du bénéfice brut, tel qu'il ressort du bilan de fin d'année, par rapport au chiffre d'affaires réa-

lisé pendant l'exercice et en appliquant ce coefficient au montant mensuel des ventes. Par exemple : le bénéfice brut réalisé en 1933 est de 400.000 francs; le chiffre d'affaires de l'exercice est de 2.000.000 de francs; le pourcentage de bénéfice par rapport au chiffre d'affaires s'élève donc à : 20 %. Si les ventes réalisées en mars 1933 s'élèvent à 190.000 francs, on en conclura que le bénéfice de ce mois a été de : $0,20 \times 190.000 = 38.000$ francs.

Le calcul de la valeur comptable d'une entreprise (utilisé notamment dans la méthode d'*Auler* et dans celle de *Gref*) et celui du capital moyen engagé relèvent donc purement et simplement de la technique comptable.

Au contraire, le calcul de la valeur de remplacement et celui de la valeur liquidative supposent le concours d'experts industriels, d'architectes, etc.

Toutefois, bien que ce concours soit absolument indispensable dans tous les cas où une partie importante de l'actif est représentée par des immobilisations, des matières premières, des produits mi-ouvrés, des marchandises, il n'est cependant pas impossible, dans beaucoup de cas, de dégager de la comptabilité une idée de la valeur de remplacement et de la valeur liquidative suffisamment exacte pour guider l'acheteur pendant le stade des premiers pourparlers.

L'exactitude d'une telle évaluation, nécessairement approximative, s'améliorera dans la mesure même où la proportion des immobilisations par rapport à l'ensemble de l'actif sera plus faible et où la durée d'amortissement de ces immobilisations sera moins grande. En effet, l'évaluation des espèces en caisse ou en banque, des effets de commerce, des titres en portefeuille (surtout s'ils sont cotés en bourse), des marchandises (cours de bourse, mercuriales, offres de maisons concurrentes, factures de vente et factures d'achat) est *relativement* facile; il est plus difficile, mais non pas impossible, d'apprécier la valeur d'un outillage courant ou de machines usuelles : il suffit de connaître leur prix de revient (factures), le prix d'achat actuel de produits équivalents (offres de fournisseurs), et de savoir pendant combien de temps ils sont encore susceptibles de rendre des services; mais, en revanche, il est hors de la compétence des

non-spécialistes d'évaluer une installation, des machines à usure lente ou, à plus forte raison, des immeubles, et les indications qu'on peut tirer de la comptabilité, c'est-à-dire le prix de revient et l'importance des amortissements effectués, comportent une large marge d'erreur.

Particulièrement délicate est l'appréciation de la valeur liquidative, car ici intervient ce facteur si incertain qu'on appelle l'avenir.

Pourra-t-on céder en bloc l'entreprise ou devra-t-on la dissoudre et en disperser les éléments ?

Dans le premier cas, pas de difficulté : la valeur liquidative n'est rien d'autre que la « valeur actuelle de la valeur de remplacement ». (Ceci suppose toutefois qu'il n'existe pas de raisons de prévoir une diminution ou un accroissement de cette valeur de remplacement pour tous ou certains éléments de l'actif, par exemple : baisse des loyers entraînant une dévalorisation des immeubles, hausse des cours de matières premières, etc.).

Si, au contraire, on doit envisager la dissolution de l'affaire, il faut s'attendre, presque à coup sûr, à de lourdes pertes lors de la liquidation, en particulier sur les éléments de l'entreprise qui n'ont qu'un marché restreint ou qui ont été créés spécialement pour sa mise en œuvre (notamment, dans l'industrie, les bâtiments, les machines, l'outillage). Il est évidemment très difficile d'évaluer *a priori* une telle perte. Le seul conseil qu'on puisse donner, à cet égard, à l'acheteur, c'est d'être résolument pessimiste et de compter pour mémoire tous les éléments d'actif qui risquent d'être de réalisation difficile.

N'oublions pas d'ailleurs que la valeur liquidative ne joue un rôle important que si la dissolution de l'entreprise doit survenir à échéance rapprochée. Prenons le cas d'une entreprise commerciale normale (taux de capitalisation de 10 %) dont les biens matériels, estimés à leur valeur de remplacement, se chiffrent par 1.000.000 de francs. Supposons que nous ayons espéré pouvoir réaliser notre entreprise dans vingt ans, sans perdre un sou sur cette réalisation, mais que notre espoir ait été trompé et que nous

subissions une perte des $3/4$ sur la valeur totale des biens matériels.

Ceci revient à dire que nous avons fait entrer dans notre formule la valeur de liquidation pour :

$$\frac{1.000.000}{1.10^{20}} = 149.000 \text{ francs environ.}$$

au lieu de :

$$\frac{250.000}{1.10^{20}} = 37.000 \text{ francs environ.}$$

Il sera tout à fait exceptionnel que cette différence de 112.000 francs joue un rôle important dans l'évaluation du fonds de commerce d'une entreprise dont les biens matériels s'élèvent à 1.000.000, dont le bénéfice minimum présumé est de 100.000 fr., etc. Encore peut-on penser que la perspicacité de l'acheteur ne sera pas forcément mise en défaut dans une aussi large mesure.

En fait, dans la grande majorité des cas, le seul vrai problème est celui de la valeur de remplacement. Mais il convient d'insister sur son importance fondamentale. Nous ne saurions trop attirer l'attention du lecteur sur la nécessité de procéder avec soin à l'évaluation des éléments matériels et d'avoir recours, toutes les fois que les intérêts en jeu le justifieront et que l'importance des éléments à évaluer sera grande, au concours de techniciens qualifiés.

CHAPITRE X

EVALUATION DES FONDS DE COMMERCE EN SOMMEIL

Nous venons d'étudier les modalités d'application des formules énoncées dans la première partie de cet ouvrage.

Nous avons démontré qu'en règle générale la valeur d'un fonds de commerce n'est pas autre chose que la valeur actuelle des bénéfices escomptés pour l'avenir, le montant de ces bénéfices étant obtenu en « extrapolant » les bénéfices passés. Mais nous avons précisé que l'attention de l'évaluateur devait être essentiellement orientée vers les bénéfices *futurs* et que les bénéfices passés ne devaient, à cet égard, être considérés que comme un moyen auxiliaire de prévision, extrêmement précieux certes, mais dont on ne doit jamais se servir sans discernement. Or, si en période normale les bénéfices réalisés ou les pertes subies pendant les exercices antérieurs peuvent, à bon droit, notwithstanding certains correctifs, servir d'étalon de mesure pour les évaluations (la réalisation régulière de bénéfices par les entreprises prospères constituant un préjugé favorable de persistance des profits dans l'avenir — et la succession d'exercices déficitaires autorisant à mal augurer de l'avenir), en va-t-il de même dans les périodes d'activité économique fiévreuse ou de dépression économique inusitée ? Dans une période de « boom » caractérisée, la plupart des entreprises, même si elles sont médiocrement gérées ou si leurs prix de revient sont relativement élevés, réussissent néanmoins à donner des bénéfices ; en période de crise aiguë, au contraire, un grand nombre de firmes, bien que

convenablement gérées et bien placées, sont vouées pendant un, deux, trois ans au déficit chronique, non pour des motifs intrinsèques, mais sous l'influence d'une conjoncture défavorable. En 1932, par exemple, presque toutes les entreprises américaines, industrielles ou commerciales, se sont trouvées en perte, comme le révèlent les statistiques des sociétés par actions et des entreprises privées. Doit-on en conclure que la valeur de tous les fonds de commerce américains s'est trouvée anéantie d'un seul coup ?

Une telle opinion serait, à notre avis, excessive. En fait, la valeur d'un fonds de commerce est une valeur essentiellement *relative*, qui se mesure par comparaison avec la moyenne des résultats enregistrés par les fonds analogues. Mais, lorsqu'une épidémie économique atteint en même temps *toutes* ou presque toutes les entreprises, on est en droit d'admettre qu'il s'agit là d'un phénomène anormal et transitoire sur l'existence duquel on ne saurait se fonder pour en tirer des conclusions à longue échéance.

Il serait donc manifestement tendancieux d'affirmer que la crise a anéanti les valeurs incorporelles — clientèles, marques, organisations de production ou de vente — des innombrables entreprises qu'elle a frappées. Certes ces instruments de travail invisibles ne réussissent plus à créer des bénéfices. Mais, de même que les outillages réduits à l'inactivité n'en conservent pas moins leur puissance de production et sont prêts à fonctionner de nouveau au premier signal de la reprise, de même les éléments des « fonds » industriels et commerciaux existent toujours, dans un grand nombre de cas, et sont d'autant plus susceptibles de redevenir une source de revenus que la crise a eu pour effet d'anéantir un grand nombre de firmes concurrentes fragiles et de ralentir considérablement la création d'entreprises nouvelles. En d'autres termes, ces fonds de commerce (au sens où nous prenons ce terme : cristallisation de bénéfices futurs) sont présentement en sommeil, mais ils n'ont pas été détruits et leur valeur est destinée à renaître, dans une plus ou moins large mesure, après la fin de la tourmente économique, pourvu que les trésoreries des entreprises déprimées tiennent jusqu'au bout.

Cependant, si cette thèse est juste, quelles conséquences doit-on en tirer au point de vue de l'évaluation ? Les vendeurs ne sont-ils pas en droit de s'élever contre tout mode de calcul qui, fondé sur les résultats des années de dépression (bénéfices réduits ou, trop fréquemment, transformés en déficit), effacerait d'un trait de plume le fruit de nombreuses années de travail méthodique, d'organisation et de prospection et ferait même apparaître une « moins-value de capitalisation » à déduire de la valeur comptable des éléments corporels du bilan, sans tenir aucun compte des possibilités virtuelles d'un redressement peut-être prochain ? Une entreprise en plein fonctionnement, pourraient-ils arguer, même si elle est accablée momentanément par une calamité universelle mais, on peut l'espérer, passagère, doit-elle être confondue avec une entreprise malsaine, atteinte d'un vice de constitution irrémédiable ou minée par de graves désordres internes ? Un fonds possédant une clientèle solide, une expérience approfondie du marché, une marque réputée, ne conserve-t-il pas, même si des circonstances défavorables le privent momentanément de bénéfices ou le mettent en perte, une supériorité indéniable sur une affaire nouvelle qui ne sera pas « introduite » avant plusieurs années ? D'ailleurs, les actions de nombreuses sociétés devenues déficitaires, tout en ayant profondément baissé, ne continuent-elles pas à coter « une prime » par rapport à leur actif net visible, ce qui témoigne de la confiance du public dans leurs possibilités de redressement et dans la survivance d'une partie de leurs valeurs incorporelles ? Il y a, certes, dans ce raisonnement — comme d'ailleurs dans le raisonnement corollaire que pourraient tenir les *acheteurs* en périodes de *boom*, ce qu'ils ne font généralement pas, à leur grand dam — beaucoup de bien-fondé.

Cependant les vendeurs ne doivent pas s'illusionner outre mesure sur la solidité de leur position.

En effet, les périodes de crise provoquent inévitablement une large liquidation d'affaires plus ou moins solides, plus ou moins chanceuses, dont les débris (droits au bail, immeubles, organisations, matériels, etc.) viennent peser sur le

prix des fonds, tout comme les stocks libérés par des faillites multiples viennent peser sur le cours des marchandises. Simultanément, l'esprit d'entreprise se décourage et les capitaux hésitent à s'investir, à moins que des chances de bénéfices exceptionnels ne viennent compenser, aux yeux de leurs détenteurs, les risques réels ou imaginaires encourus. La loi de l'offre et de la demande joue donc à double effet et tend à déprimer considérablement les valeurs incorporelles. Les évaluateurs, empruntant l'expression des chroniqueurs financiers, peuvent être alors tentés de parler « d'exagérations à la baisse » : mais, en cette matière aussi, il faut, le plus souvent, s'incliner devant « notre maître à tous, le public ».

Par suite, les ayants droit d'entreprises, s'ils sont, pour une raison ou pour une autre, acculés à vendre sans délai, pour cause de décès, maladie, licitation, gêne de trésorerie, auraient tort de se bercer d'illusions et de croire qu'ils trouveront aisément des acheteurs disposés à leur tenir compte, dans une large mesure, des possibilités virtuelles de redressement de leur affaire.

Examinons maintenant le cas d'une entreprise, déficitaire ou à faibles bénéfices, mais offrant des chances de redressement sérieux en cas de reprise, et dont les propriétaires désirent se défaire, sans cependant y être contraints. Comment devra-t-on évaluer un tel fonds, compte tenu des considérations qui précèdent ?

A vrai dire, la tâche de l'expert, s'il est privé du secours de ses béquilles ordinaires : capitalisation des résultats futurs sur la base des résultats des années antérieures, va devenir singulièrement difficile. Il pourra, néanmoins, à notre avis, apporter aux parties un concours utile en observant la marche à suivre ci-après :

1^o Procéder à deux évaluations de l'entreprise : l'une sur la base des 3 années moyennes de la période de 5 ans ayant précédé la crise, l'autre sur la base des 3 dernières années¹.

1. En cas de déficit, la méthode de Schnettler, citée page 195, rendra d'utiles services.

2° Traiter l'entreprise comme une affaire nouvelle, c'est-à-dire admettre que les bénéfices futurs à capitaliser ne reviendront à un montant normal que dans 1, 2, 3 ans, etc.

3° Puis soumettre les résultats obtenus aux parties, en tant que base d'appréciation et de négociation.

En toute hypothèse, il y aura lieu de recommander aux parties de ne régler en espèces que la valeur des éléments corporels. En ce qui concerne les valeurs incorporelles, il faudrait envisager, soit la fondation d'une Société anonyme ou d'une S. A. R. L., soit la remise de billets à longue échéance avec possibilité de révision de leur valeur sur la demande de l'acheteur si le redressement espéré ne se produisait pas.

Certes, la méthode proposée par nous est loin d'être idéale et elle comporte une large part d'incertitude¹. Néanmoins, en temps de brouillard, mieux vaut se servir de phares médiocres que d'avancer en pleine obscurité. De même, les parties tomberont plus facilement d'accord si elles raisonnent sur une base concrète, fût-elle imparfaite, que si elle négocient sans être guidées par aucun fil conducteur. Fournir à ses mandants des bases d'appréciation chiffrées, sans en dissimuler les points faibles, telle est, répétons-le, la mission essentielle de l'expert évaluateur : s'il l'accomplit consciencieusement, en faisant preuve d'esprit critique, il contribuera à aplanir beaucoup de difficultés et de sources de conflits même si ses moyens d'investigation sont, par la force des circonstances, insuffisants.

1. Elle entraîne d'ailleurs certains frais puisqu'il devient nécessaire d'étendre les vérifications à 5 ou 6 exercices.

CHAPITRE XI

CAS DES PETITES ENTREPRISES

Les principes que nous avons essayé de définir dans cet ouvrage ont, à notre avis, une portée générale et sont applicables à toutes les cessions d'entreprises industrielles et commerciales, quelle que soit leur branche d'activité et qu'elles soient grandes, moyennes ou petites. Acheter un fonds, qu'il s'agisse d'un grand magasin, d'un café prospère ou d'une simple échoppe, c'est toujours acheter l'espoir de réaliser des bénéfices futurs en exploitant une organisation établie et une clientèle toute faite. Pour calculer la valeur de ces éléments d'exploitation, il faut toujours en venir — consciemment ou inconsciemment, empiriquement ou rationnellement — à capitaliser les bénéfices que l'acquéreur espère réaliser dans l'avenir sur la foi des résultats du passé.

Mais l'emploi des méthodes que nous avons indiquées dans les parties précédentes de cet ouvrage suppose des travaux préparatoires souvent assez compliqués et la connaissance précise de certaines données comptables : bénéfice net normal, capital engagé, etc.

Nous sommes personnellement convaincu que *tous* les acheteurs de fonds de commerce auraient avantage, ne fût-ce qu'à titre de contrôle ou de recoupement, à procéder ou à faire procéder à une évaluation, fondée sur les méthodes rationnelles, de l'entreprise qu'ils se proposent d'acheter. Mais la complexité de ces méthodes, la difficulté d'apprécier l'importance des éléments qui entrent dans les formules, rendent-elles toujours possible un tel travail ?

En premier lieu, beaucoup de commerçants et d'industriels, bien que rompus à l'exercice de leur profession, ne possèdent pas les connaissances ni l'expérience technique indispensables pour procéder à l'examen approfondi d'une comptabilité ni, à plus forte raison, pour reconstituer une comptabilité incomplète ou inexistante. Ils peuvent, il est vrai, en pareil cas recourir aux services d'un expert. Mais lorsqu'il s'agit de reprendre une petite entreprise, moyennant quelques milliers de francs, ils renoncent généralement, et c'est tout à fait compréhensible, à grever le prix d'achat des frais d'une vérification comptable, si modestes soient-ils. Ils préféreront donc s'en tenir aux règles d'évaluation empiriques, basées sur le chiffre d'affaires, la recette journalière, les quantités vendues, etc.

Cependant, même s'ils adoptent cette solution, les acheteurs devraient porter leur attention sur un certain nombre de points et s'efforcer, dans la mesure du possible, de procéder à un contrôle qui, pour être rudimentaire, n'en serait pas moins utile.

Il n'est pas de commerçant, quel que soit son mépris pour la comptabilité, qui ne tienne un livre de caisse sur lequel il porte ses recettes journalières, ses rentrées imprévues de fonds et ses dépenses.

A l'aide de ce registre (et des autres livres comptable que le vendeur pourrait tenir) l'acheteur, avec un peu de patience, peut parvenir à dresser un relevé des recettes et des dépenses professionnelles journalières, qu'il groupera en recettes et dépenses mensuelles, ceci pour deux années au moins ou, mieux encore, pour trois ou quatre années.

La comparaison des recettes et des dépenses de mois en mois pour la même année, puis d'année en année pour le même mois, fera ressortir parfois un chiffre anormal de recettes ou de dépenses pour un mois donné, sur lequel on demandera des explications au vendeur.

Le gros risque d'une telle vérification, qui ne peut *jamais* s'appuyer sur des pièces justificatives suffisantes, c'est que des recettes extra-professionnelles aient pris place sous une apparence trompeuse dans la comptabilité ou que des dépenses professionnelles y figurent sous l'as-

pect de dépenses personnelles ou aient été purement et simplement omises.

La comparaison suggérée pare jusqu'à un certain point à la première source d'erreurs ou de fraudes, car il est malgré tout assez rare qu'une comptabilité soit systématiquement « truquée » pendant plusieurs années¹. En outre, on tirera de la connaissance des déclarations pour le chiffre d'affaires (déclaration exacte ou forfaitaire) faites par le vendeur une indication utile sur l'ordre de grandeur des recettes professionnelles. Il ne faut pas oublier, en effet, que le fisc possède des moyens de contrôle comparatif assez précis.

En ce qui concerne les dépenses, nous engageons l'acheteur à établir avec soin un projet des principales dépenses auxquelles il aura à faire face, sans perdre de vue notamment les frais d'entretien, les frais de renouvellement, les primes d'assurance, les impôts, etc. S'il a pris la peine de dépouiller par catégories les dépenses indiquées par le vendeur sur son livre de caisse, la comparaison des totaux de chacune de ces catégories avec le montant qu'il a porté à son budget attirera souvent son attention sur des chiffres anormaux ou sur des omissions.

Si le vendeur a pris chaque année la précaution de faire un inventaire, il ne sera plus difficile d'établir un compte d'exploitation et un compte de pertes et profits ni d'en dégager le bénéfice net.

A défaut de relevés d'inventaire, il faudra évaluer le bénéfice brut moyen réalisé sur les ventes, procédé évidemment hasardeux, et déduire du chiffre ainsi trouvé le montant des charges (sauf les charges d'exploitation) dégagées des comptes ou du projet de budget.

Du bénéfice net ainsi obtenu, l'acheteur ne devra pas oublier de défalquer *une somme suffisante pour rémunérer son travail ou celui des personnes dont la collaboration lui serait nécessaire pour exploiter l'entreprise.*

1. Miniconi cite cependant le cas d'un propriétaire de fonds de commerce qui, en vue de la vente de ce fonds, avait fait refaire la comptabilité pour les trois années antérieures. Miniconi, *op. cit.*, chap. V.

Il déterminera ensuite le capital qu'il lui faudrait engager dans l'entreprise (frais d'installation, achat comptant de marchandises, fonds de caisse, etc).

Enfin, il choisira le taux de capitalisation qui lui paraîtra correspondre au risque de l'entreprise.

L'acquéreur aura ainsi rassemblé à peu de frais tous les éléments nécessaires pour appliquer une des méthodes rationnelles.

Il est bien entendu que la valeur à laquelle l'aura conduit l'application de ces méthodes ne doit être considérée par lui que comme une simple approximation. En l'absence d'une comptabilité régulière et soigneusement vérifiée, le chiffre reconstitué des résultats est trop incertain pour qu'on puisse le tenir pour une base d'évaluation incontestable. Néanmoins, l'acheteur tirera d'un tel travail certains éléments d'appréciation et de contrôle qui lui seront extrêmement utiles.

A défaut d'une comptabilité en règle, il arrive souvent que les vendeurs proposent à l'acheteur de faire un stage d'essai, afin de se rendre compte *de visu* des recettes journalières ou mensuelles. Mais, en raison des fluctuations saisonnières, très sensibles dans certaines branches, et aussi de certaines influences exceptionnelles, un acheteur inexpérimenté peut être facilement induit en erreur s'il débute dans une période d'activité intense.

Pour raisonner par l'absurde, il suffit de penser au cas où l'acquéreur éventuel d'une fabrique de glace croirait pouvoir étendre à l'année entière les chiffres de vente du mois de juillet, ou encore à celui de l'acquéreur d'un café situé environ la Porte Dorée et qui aurait commis l'imprudence de généraliser des observations recueillies pendant l'Exposition coloniale.

A ce point de vue, le petit travail de statistique des recettes que nous avons indiqué plus haut est très utile, car il permet de reconnaître si l'activité de l'entreprise, à un moment donné, s'écarte ou non de la norme.

On fait souvent miroiter aux yeux des candidats l'éventualité de résultats futurs en progression : « Peut faire mieux ». Un certain scepticisme s'impose le plus souvent

à l'égard de ces prévisions optimistes, principalement dans le cas des fonds à achalandage. On peut poser en principe que de telles entreprises attirent relativement vite leur clientèle normale, dont la consistance ne variera plus que faiblement par la suite, à moins que des événements extraordinaires ne surviennent. En règle générale, on doit bien plutôt redouter un fléchissement qu'espérer un accroissement éventuel de la clientèle.

Les vendeurs cherchent souvent à arracher une décision brusquée et les annonces de ventes de fonds laissent la triste impression de recueils de notices nécrologiques ou de registres d'hôpitaux. L'acheteur ne perdra jamais de vue qu'une « occasion à saisir de suite » risque d'être une occasion ruineuse et qu'un homme d'affaires sérieux doit toujours prendre le temps de la réflexion.

Enfin, les acheteurs novices feraient moins d'écoles s'ils se souvenaient que les vendeurs sont fréquemment *forcés* de vendre, tandis qu'eux-mêmes ont généralement la faculté de créer une affaire nouvelle si les prix des fonds offerts sur le marché leur paraissent exorbitants.

CHAPITRE XII

LES FACTEURS IMPONDERABLES.

Il existe certains éléments d'évaluation qu'il est difficile d'intégrer dans les formules en raison de leur caractère accidentel ou de la difficulté qu'il y aurait à les chiffrer, mais dont il importe cependant de faire état, car ils peuvent réagir fortement sur la valeur du fonds de commerce.

Nous ne pouvons songer à établir un relevé de ces éléments, car leur nombre est indéterminé, mais nous pouvons, du moins, signaler ceux dont l'influence paraît prépondérante et dont l'action peut être vraiment perturbatrice.

I. Les facteurs subjectifs.

Rappelons que, dans certaines entreprises, l'influence personnelle du patron (ou celle de ses employés) présente une importance considérable et que c'est elle — exclusivement ou principalement — qui détermine l'attraction de la clientèle.

Il importe donc beaucoup à l'acheteur de s'assurer que cette influence jouera en sa faveur.

Nous n'avons pas à indiquer ici les procédés à mettre en œuvre pour assurer la transmission de la clientèle dans les conditions les plus favorables : circulaires, présentation, collaboration du vendeur pendant quelques semaines ou quelques mois. Ces moyens d'installation varient d'une profession à l'autre et d'une région à l'autre. Mais nous voulons attirer l'attention du lecteur sur un risque particuliè-

rement redoutable qui peut être couru par lui : celui du « rétablissement » du vendeur.

On conçoit qu'aucun concurrent ne saurait être plus dangereux; aussi est-il très important pour l'acheteur de rechercher, dans chaque cas d'espèce, si et comment ce risque pourrait jouer à son détriment et de prendre ses précautions en conséquence, en faisant insérer dans l'acte de vente une *clause de non-rétablissement*.

Il convient, à ce sujet, d'attirer l'attention du lecteur sur un principe de jurisprudence constant, à savoir que la clause de non-rétablissement est considérée par les tribunaux comme nulle et non avenue si elle n'est pas limitée dans le temps ou dans l'espace. On peut interdire à quelqu'un d'exercer en quelque lieu que ce soit un certain commerce pendant quelques années; on peut lui défendre définitivement d'exercer un commerce en un lieu déterminé; mais il est illégal de combiner ces deux clauses.

Suivant les cas, on choisira donc l'une ou l'autre de ces interdictions. Si, par exemple, c'est un fonds de commerce de commissionnaire que l'on achète, il sera judicieux d'interdire le rétablissement dans le département ou la région dont dépend la clientèle achetée; si, au contraire, on achète, disons une maison de couture à clientèle internationale, c'est une interdiction de se rétablir avant un certain nombre d'années qui sera la plus efficace.

Nous avons fait allusion plus haut à l'emprise de certains employés sur la clientèle. L'acheteur ne doit pas négliger cet impondérable. Avant d'acquérir un fonds ou une entreprise, il s'efforcera de reconnaître la place que chacun des employés principaux tient dans l'affaire et se demandera quelle répercussion pourrait exercer leur départ (et à plus forte raison leur établissement en qualité de concurrents) sur les bénéfices futurs. Une telle appréciation est souvent difficile, mais non pas impossible si l'on sait observer et se mettre dans l'ambiance; souvent, d'ailleurs, l'influence de tel ou tel employé sera évidente : il s'agira d'un excellent chef de service, d'une vendeuse très habile, d'un ouvrier particulièrement adroit, etc. En pareil cas, il sera de la plus élémentaire prudence, toutes les fois que ce sera

possible, de s'attacher cet oiseau rare. On s'informerait auprès du vendeur des conditions qu'il avait consenties à son employé, on interrogerait l'employé lui-même sur ses projets et on chercherait à s'assurer la continuation de sa collaboration.

Si, pour une raison quelconque, cette collaboration future était impossible ou incertaine, il faudrait faire état de cette donnée défavorable en procédant à l'évaluation, et diminuer dans une certaine proportion le chiffre du bénéfice à capitaliser.

II. Les facteurs objectifs.

Il est d'expérience constante que l'achalandage, dans le commerce de détail, dépend en grande partie de l'emplacement du magasin.

Les entreprises à succursales multiples ont souvent observé que deux de leurs magasins situés dans le même quartier, sur des emplacements en apparence équivalents, ne reçoivent pas la même clientèle et que souvent l'un d'eux est beaucoup plus achalandé que son voisin.

Il semble que les clients fassent leurs achats courants toujours dans la même zone autour de leur domicile et que dans cette zone il existe des points d'attraction où la clientèle du quartier se porte de préférence. Les raisons psychologiques de cette répartition de la clientèle sont impossibles à définir et, dans la plupart des cas, le client ne se rend même pas compte de la répugnance qu'il éprouve à faire ses achats dans telle rue, à dépasser tel carrefour, à accomplir tel détour. Le fait n'en est pas moins incontestable et l'on conçoit qu'il soit extrêmement important pour une maison de détail de se trouver dans la zone d'affluence de la clientèle.

Il n'est malheureusement pas possible de prévoir avec sûreté qu'il en sera ainsi, sauf dans certains cas particuliers (boutique dans une rue passante, près d'une gare, d'un grand cinéma, etc.) et telle maison ouverte en un point qui semble propice vivotera misérablement, tandis qu'une

maison rivale, ouverte cent mètres plus loin, sera en pleine prospérité.

Il est donc très avantageux en cette matière de pouvoir profiter de la tentative d'autrui et c'est pourquoi la reprise du droit au bail d'un magasin bien achalandé constitue le complément précieux de l'achat d'un fonds de commerce de détail.

Il en va ainsi notamment dans les branches non spécialisées : alimentation, articles de ménage, papeteries, etc., ces commerces étant principalement visités par ce qu'on appelle une clientèle de quartier. Mais, même dans le commerce spécialisé (celui qui s'adresse à une clientèle bien définie et qui vient de loin pour obtenir la satisfaction de besoins très particuliers : par exemple, les librairies techniques, les armuriers) et dans le commerce de gros, la reprise du droit au bail n'est pas indifférente. Le client a ses habitudes et il est toujours dangereux de prétendre l'obliger à en changer. C'est seulement dans un petit nombre de cas, quand le client a rarement l'occasion de se déranger parce qu'il n'achète qu'à de longs intervalles des objets d'une grande valeur, que l'emplacement du fonds de commerce devient sans importance et que la question du droit au bail perd son intérêt.

On ne devra donc pas négliger de s'assurer la *cession du bail* toutes les fois que cela paraîtra nécessaire et on devra réfléchir aux conséquences que pourrait entraîner pour l'affaire le non-renouvellement de ce bail dans l'avenir. Très souvent, l'expiration du bail entraînera la dissolution de l'entreprise ; nous avons déjà expliqué comment on doit tenir compte de cette hypothèse dans l'application des formules.

La question de l'emplacement ne se limite d'ailleurs pas à celle du droit au bail. Il convient également de s'assurer que les avantages inhérents à un bon emplacement se maintiendront dans l'avenir. Dans ce but, on recherchera d'où vient la clientèle et on s'assurera par une enquête aussi approfondie que possible de sa stabilité. On conçoit quelles conséquences désastreuses peuvent avoir pour des détaillants, par exemple, le déplacement d'un bureau de poste,

la fermeture d'une usine, etc. Réciproquement, certaines causes peuvent améliorer un emplacement : nous avons cité dans cet ordre d'idées l'ouverture d'une ligne de tramway, il en est d'autres ; mais l'acheteur n'a pas à s'en préoccuper, car le vendeur n'oubliera certainement pas de mettre en valeur ces facteurs d'avenir favorables.

Citons encore parmi les éléments objectifs d'appréciation : la *concurrence*, plus spécialement les possibilités de concurrence. A cet égard encore, une enquête s'impose. Dans les branches du commerce ou de l'industrie où la fondation de maisons nouvelles nécessite beaucoup d'efforts et de temps, il est relativement facile de dénombrer les futurs concurrents qui, au cours des années suivantes, viendront peser sur le marché et de tirer de cette donnée toutes les conséquences utiles pour la prévision de l'avenir. Au contraire, dans tous les cas où la concurrence est presque instantanée (nous pensons surtout aux maisons de détail), l'appréciation de ce risque est plus difficile. Dans le cas d'une maison à achalandage, c'est en réalité à une étude topographique qu'il faut procéder, en examinant si certains points stratégiques ne pourraient pas être occupés dans le voisinage par des concurrents dangereux.

Enfin, n'omettons pas dans notre analyse la *conjoncture économique, politique et financière* qui, assurément, constitue dans la majorité des cas le plus important des éléments impondérables et dont malheureusement la prévision à longue échéance est pleine d'incertitude.

A ce propos, il n'est pas sans intérêt de noter que les bases de calcul dont nous avons fait état peuvent se trouver complètement bouleversées dans les périodes de trouble monétaire ou plutôt dans les périodes où le public cesse d'avoir confiance dans l'avenir de la monnaie nationale. Les souvenirs de la période d'inflation 1920-1926 sont encore trop présents à l'esprit pour qu'il soit utile d'insister longuement sur ce point. On observe alors une « fuite » générale hors des créances monétaires et, parallèlement, un engouement croissant en faveur des valeurs réelles, considérées comme valeurs-refuges. Par suite, les taux de capitalisation des créances s'élèvent progressivement (flé-

chissement des valeurs à revenu fixe) tandis que, simultanément, les taux de capitalisation des valeurs réelles (actions, immeubles, fonds de commerce) tombent à un niveau parfois dérisoire, l'acheteur spéculant sur une continuation indéfinie de la hausse des prix.

Ce sont d'ailleurs précisément les habitudes d'esprit contractées pendant la période d'inflation et conservées jusqu'à la crise qui sont les principales responsables du gonflement des prix des fonds de commerce, dont tant de commerçants, d'industriels, d'actionnaires subissent actuellement le contre-coup. Certes, le ralentissement des échanges, la diminution du pouvoir d'achat des consommateurs, la baisse des prix devaient nécessairement placer beaucoup d'acheteurs de fonds à crédit dans une position délicate. Mais leur situation n'aurait jamais pris le degré d'acuité dont les listes de faillites et de liquidations judiciaires font foi si des exagérations manifestes n'avaient pas été commises pendant les années de prospérité. Or, ces exagérations, répétons-le, ont tenu pour une large part à la mentalité inflationniste transposée dans une période de stabilité monétaire¹. C'est pourquoi il est, à notre avis, essentiel d'enseigner à nouveau aux acquéreurs de fonds les règles d'évaluation prudentes et rationnelles que la plupart d'entre eux observaient instinctivement et empiriquement avant la guerre, mais que les expériences anormales des années de désordre monétaire avaient malheureusement faussées.

C pendant une objection pourrait se présenter à l'esprit du lecteur. « Certes, pourrait-il dire, vous avez peut-être *théoriquement* raison quand vous préconisez l'emploi de taux de capitalisation de 8 à 12 %, quand vous défendez le principe des bénéfices de base décroissants, etc. Mais à quoi serviront tous vos calculs et tous vos correctifs si la masse des acheteurs éventuels persiste à payer le prix fort et si, par suite, les vendeurs, s'appuyant sur la loi de l'offre et

1. Par stabilité monétaire, dans cette connexion, nous entendons la stabilité — relative, bien entendu — du pouvoir d'achat de la monnaie. Mais la crise violente que nous subissons a malheureusement compromis de nous veau cette stabilité économique de la monnaie.

de la demande, refusent de prendre en considération des offres fondées sur votre méthode, si raisonnables soient-elles? »

A notre avis, une telle argumentation ne serait aucunement fondée. La mission de l'expert évaluateur, comme celle du théoricien, consiste à fournir à son client ou à son lecteur des données d'appréciation sérieusement raisonnées. Ceci fait, il appartient aux intéressés de prendre eux-mêmes leur décision, soit qu'ils renoncent à une acquisition trop aléatoire, soit qu'ils préfèrent constituer eux-mêmes leur clientèle, soit enfin qu'ils se résolvent à passer outre aux objections de leur conseil. Mais qu'il s'agisse d'œuvres d'art, de fonds de commerce ou de valeurs mobilières, il n'est jamais inutile d'y voir clair et d'agir en toute connaissance de cause.

CHAPITRE XIII

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE

Nous avons achevé d'analyser les principes généraux qui régissent l'évaluation rationnelle des entreprises, les développements ultérieurs ne concernant que certains aspects spéciaux du problème. Cependant, avant de poursuivre notre exposé, nous croyons utile de préciser le caractère *relatif* des résultats auxquels conduit l'application de la technique préconisée par nous. Nous nous défendons d'avoir cherché et trouvé une méthode qui permettrait de calculer rigoureusement la valeur d'un fonds de commerce, comme un actuaire, à l'aide de ses tables, calcule rigoureusement la valeur actuelle d'une obligation amortissable. Il est et il restera toujours *impossible* — on ne saurait trop insister sur ce point — d'évaluer un fonds avec une précision mathématique ou même de donner une approximation voisine de sa valeur objective à un moment donné. La puissance des moyens d'investigation et de prévision dont on dispose, dans les cas les plus favorables, est beaucoup trop faible pour qu'on puisse prétendre à un tel résultat. La fixation des facteurs de l'évaluation — rémunération du travail personnel, taux de capitalisation, durée pendant laquelle les efforts du prédécesseur continueront à agir, d'une manière constante ou décroissante, sur la formation des profits — fait nécessairement place à une large part d'arbitraire.

Nous l'avons déjà dit et nous le répétons sans nous lasser, l'évaluation d'une entreprise repose essentiellement sur la prévision de résultats futurs, prévision que l'avenir seul

pourra confirmer ou infirmer. Or, toute « anticipation » économique est aléatoire et les possibilités d'erreur, dans un sens favorable ou défavorable, augmentent dans la mesure même où la période sur laquelle doit porter une telle « anticipation » s'allonge davantage. Cette incertitude existe en tout temps, mais elle s'accroît aux époques d'amples oscillations économiques et financières, comme celle que nous vivons depuis vingt ans.

Peut-être deviendra-t-il un jour possible, si la statistique économique et la science des affaires viennent à réaliser de nouveaux progrès, de serrer de plus près le problème et de perfectionner les méthodes d'évaluation. On pourrait concevoir, par exemple, qu'une statistique étendue et détaillée des faillites, poursuivie sur une série d'années pour chacune des branches de l'activité économique et commerciale, et qu'une comparaison du montant des capitaux engagés avec les capitaux perdus permettent de calculer avec précision les primes de risques dont il conviendrait de faire état en choisissant des taux de capitalisation adéquats à chaque cas d'espèce. De même, l'étude, par branche, du temps qui s'écoule en moyenne avant qu'une entreprise parvienne à son plein rendement fournirait des indications précieuses aux évaluateurs. De même encore, il serait très utile de déterminer, par des analyses de bilans comparés portant sur un grand nombre de cas, ce qu'il convient d'entendre par rendement « normal » d'une entreprise appartenant à une branche donnée.

Cependant, tant que des chercheurs patients et avertis n'auront pas procédé à de telles enquêtes (auxquelles le préjugé du « secret des affaires » opposerait d'ailleurs, tout au moins en Europe¹, des obstacles sérieux) les évaluateurs consciencieux devront faire une large place à l'empirisme.

Néanmoins, il est extrêmement important pour l'ache-

1. Aux Etats-Unis, la puissante *Robert Morris Association*, qui groupe les chefs des services de crédit d'un grand nombre de banques, publie de temps à autre des « bilans et comptes de résultats condensés » qui permettent de connaître le rendement « moyen » d'un grand nombre de branches commerciales et industrielles.

teur que le rôle de l'intuition soit limité dans la mesure du possible. Il est surtout essentiel qu'il se rende nettement compte des facteurs qui influent directement sur la valeur d'une entreprise : bénéfice, temps, taux de capitalisation. Enfin, quand il a fixé ses idées sur chacun de ces points, il a tout intérêt à employer une formule d'évaluation rationnelle, grâce à laquelle il peut accomplir automatiquement la synthèse des données de base auxquelles il se sera arrêté.

« La loi de la résolution et de la constance ne porte pas que nous ne nous devions couvrir, autant qu'il est en notre puissance, des maux et inconvénients qui nous menacent, ny par conséquent d'avoir peur qu'ils nous surprennent. Au rebours, tous moyens honnestes de se garantir des maux sont non seulement permis, mais louables.¹ »

1. Essais de Montaigne, livre I, chapitre XII.

TROISIÈME PARTIE

Exemples d'Application des Méthodes Rationnelles

CHAPITRE XIV

I. METHODE DIRECTE

1° VENTE D'UN FONDS DE DÉTAIL.

M. A. est en pourparlers pour l'achat d'un fonds de boulangerie-pâtisserie fondé en 1922. Le fonds est situé près de la Madeleine dans une rue très passante. En 1931 une pâtisserie concurrente s'est ouverte à quelque distance. Les autres magasins du quartier sont occupés par d'autres commerces; une concurrence nouvelle ne semble pas à redouter. Le bail expire dans 6 ans.

L'examen de la comptabilité ne révèle aucune anomalie.

Nous donnons ci-après le bilan à fin 1932 :

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Fonds de commerce ...	50.000	Capital	229.000
Mobilier, agencement..	20.000	Amortissements :	
Matériel	60.000	{ Fonds de commerce..	15.000
Marchandises	239.500	{ Mobilier	12.000
Caisse	12.000	{ Matériel	24.000
Portefeuille titres..	115.000	Créditeurs	83.000
Débiteurs	8.500	Bénéfice net	142.000
	505.000		505.000

On obtient le *capital engagé* en 1933 par le calcul suivant :

Total de l'actif :	505.000
A déduire :	
Fonds de commerce	50.000
Amortissement mobilier	12.000
— matériel	24.000
Créditeurs	83.000
Demi-bénéfice net	71.000
	240.000
Capital engagé	265.000

Le capital engagé des années précédentes s'est élevé à un chiffre sensiblement voisin.

Les bénéfices nets des 5 derniers exercices ont été les suivants :

1929	405.000 fr.
1930	364.000 »
1931	308.000 »
1932	142.000 »
1933	75.000 »

Le bénéfice net s'entend *après* prélèvement mensuel de 3.500 francs d'appointements pour l'exploitant actuel, M. B. et pour sa femme. Il n'est pas perçu d'intérêt sur le capital engagé.

Le tableau précédent enregistre un véritable effondrement des bénéfices. La chute la plus brutale a eu lieu entre

1931 et 1932. Le rythme de la régression s'est un peu ralenti entre 1932 et 1933.

Quelles ont été les causes de cette contraction des bénéfices? D'une part, sans doute, l'ouverture d'une pâtisserie voisine en 1931. Mais cette concurrence n'explique pas tout, puisque la baisse des bénéfices a commencé avant cette date. On doit donc attribuer pour une large part à la crise la responsabilité de la disparition des profits.

Etant donné le quartier, l'achalandage se composait principalement de clients riches et de touristes. Les derniers sont partis et les premiers ont limité leurs dépenses superflues.

On peut donc espérer que le retour de la prospérité entraînerait un relèvement corrélatif du chiffre des bénéfices.

En attendant, doit-on redouter une nouvelle baisse du chiffre d'affaires? L'examen de la comptabilité fait ressortir que le chiffre d'affaires pâtisserie a considérablement diminué. Le bénéfice de 1933 a été essentiellement réalisé grâce à la vente du pain, vente qui n'a pas sensiblement varié depuis 5 ans. Il semble donc que le fond de la baisse ait été atteint.

Quelle est donc la valeur du fonds?

M. A. décide de formuler deux hypothèses.

Première hypothèse. — La crise va continuer; le bénéfice restera voisin de 75.000 francs, il sera facile d'obtenir un renouvellement du bail pour douze nouvelles années.

Deuxième hypothèse. — Une reprise progressive va intervenir; les bénéfices pourront se redresser suivant le rythme suivant :

1934		75.000 fr.
1935		100.000 »
1936		125.000 » etc.

Le bail ne sera pas renouvelé.

Le taux minimum moyen est de 6 %. M. A. décide de le majorer d'une prime de risque de 2 %.

*Calculs :**Première hypothèse :*

Bénéfice moyen	75.000
Moins intérêt à 8% des capitaux engagés	21.200
Superbénéfice	43.800

Capitalisation pendant $6 + 12 = 18$ ans.

$$V = \frac{43.800}{0,08} \left(1 - \frac{1}{1,08^{18}} \right) = 410.500$$

Deuxième hypothèse :

Superbénéfice initial.....	43.800
Accroissement annuel.....	25.000

Durée : 6 ans.

$$V = \frac{1}{0,08} \left(1 - \frac{1}{1,08^6} \right) \left(43.800 + \frac{25.000}{0,08} + 25.000 + 6 \right) - \frac{25.000 \times 6}{0,08} \quad V = 465.800$$

Cette dernière valeur représente le prix théorique maximum auquel M. A. puisse consentir raisonnablement.

L'application de la méthode empirique française aurait donné comme résultat :

$$V = \frac{308.000 + 142.000 + 75.000}{3} \times \left| \begin{array}{c} 2 \\ \text{ou} \\ 3 \end{array} \right.$$

soit : 525.000 ou 350.000 fr.

2° PARTAGE D'UNE AFFAIRE.

MM. X. et Y. sont associés pour l'exploitation d'un cabinet d'affaires. M. X. désire se retirer. Les deux associés ont des droits égaux dans l'affaire. Le capital engagé s'élève en moyenne à 100.000 francs.

Les bénéfices des dernières années ont été les suivants :

1929	325.000
1930	242.000
1931	295.000
1932	335.000
1933	271.000

Il n'est prélevé avant bénéfice, ni rémunération pour le capital, ni rémunération pour le travail des associés.

Comme on le voit, les bénéfices varient d'une année à l'autre au hasard des affaires sans qu'une tendance nette se révèle. On calculera donc le bénéfice moyen sur la base des trois dernières années moyennes : 1929, 1931, 1933, ce qui donne : 297.000 fr.

Le taux de capitalisation pourrait être : 6 % + 1 % = 7%.

Après discussion, les associés se mettent d'accord pour fixer à 90.000 fr. la rémunération du travail de chacun d'eux.

Le superbénéfice s'élèvera donc à :	297.000
moins :	
7% de 100.000, ci	7.000
90.000 × 2, ci	180.000
Superbénéfice	110.000

La part de M. X. sur ce superbénéfice est de 50 %, soit 55.000 fr. Elle représente l'influence de M. X. sur la clientèle.

Pendant combien de temps cette influence continuera-t-elle à se faire sentir? Les associés se mettent d'accord sur 5 ans.

L'application de la formule [1] (superbénéfice constant) donne :

$$V = \frac{55.000}{0,07} \left(1 - \frac{1}{0,07^5} \right) = 225.000$$

C'est la somme que M. X. recevra en plus du remboursement de sa part de 50.000 fr. dans le capital.

3° PARTAGE D'UNE SUCCESSION.

M. X., décédé, dirigeait une affaire d'importation-exportation de produits pharmaceutiques. Il avait deux fils, dont l'un, M. Y., travaillait avec lui, le second, M. Z., ayant embrassé une profession libérale.

Les capitaux engagés dans l'affaire peuvent être évalués à 1.000.000. fr. En outre, M. X. possédait 1.500.000 fr. investis en fonds d'Etat.

Les héritiers conviennent que la maison de commerce sera attribuée à M. Y et les titres à M. Z.

Un expert comptable breveté par l'Etat procédera à l'évaluation de l'entreprise et, suivant les résultats de son travail, l'héritier le moins favorisé touchera une soulte de l'autre.

L'expert procède à sa mission et constate que les résultats des années précédentes ont été les suivants :

Années	Bénéfice	Traitement de M. Y
1929	400.000	
1930	500.000	25.000
1931	550.000	25.000
1932	420.000	50.000
1933	300.000	50.000
1934	120.000	50.000

La chute des bénéfices depuis 1931 a tenu de toute évidence à la crise.

L'expert décide de procéder en premier lieu à une évaluation comparative pour la période précédant la crise et pour la période de crise.

a) *Période d'avant-crise* (1929 à 1931).

Le bénéfice moyen s'élève à 500.000 fr.¹.

1. Nous avons réincorporé dans le bénéfice, le traitement de M. Y. — M.X ne touchait pas de traitement. Le traitement *normal* auquel pourraient prétendre les dirigeants d'une affaire analogue est estimé, pour les calculs, à 120.000 fr.

Les taux de base moyen pendant ces trois années ressort à 4 %. Une prime de risque de 3 % paraît adéquate.

La rémunération du capital engagé s'élèvera donc à :

$$\frac{7}{100} \times 1.000.000 = \dots\dots\dots 70.000$$

Le traitement de direction est évalué à 120.000

190.000

Le bénéfice moyen étant de 500.000

Le superbénéfice s'élève à 310.000

La maison a une renommée bien assise.

L'influence du directeur n'est pas prépondérante.

Si l'affaire avait été cédée en 1931, la persistance du superbénéfice (compte non tenu de la conjoncture économique) aurait pu être évaluée à 15 ans.

On va donc traiter le superbénéfice comme décroissant en 15 ans.

On aura :

$$V = \frac{33.333}{1,07^{15} \times 0,07} \left(15 \times 1,07^{15} - \frac{1,07^{15} - 1}{0,07} \right) \quad (1)$$

$$V = 2.806.000$$

b) Période de crise (1932 à 1934)

Le bénéfice moyen (le traitement de M. Y. y étant réincorporé) s'élève à : 330.000 francs. Le taux de base en 1934 s'élève à environ 6 %, la prime de risque reste de 3%.

La rémunération du capital engagé (inchangé) s'élèvera

$$\text{donc à : } \frac{9}{100} + 1.000.000 = \dots\dots\dots 90.000$$

Le traitement de direction est évalué à² : 80.000

à reporter : 170.000

1. Formule simplifiée des annuités variables. Voir annexe I, page VI (Remarque II).

2. Il est normal en temps de crise, quand les emplois salariés sont rares et que les salaires baissent, de réduire le montant du traitement de direction.

	Report.....	170.000
Le bénéfice moyen étant de :		330.000
Le superbénéfice s'élève à :		160.000

En appliquant le principe précédent de décroissance en 15 ans, on obtient la valeur suivante :

$$V = \frac{10.666}{1,09^{15} + 0,09} \left(15 \times 1,09^{15} - \frac{1,09^{15} - 1}{0,09} \right)$$

$V = 822.000$ francs.

Enfin, l'expert calcule la valeur du fonds de commerce sur la base d'un bénéfice croissant dans l'ordre inverse à sa décroissance des années précédentes et se stabilisant à 500.000 francs à partir de la quatrième année :

Années	Bénéfices	Superbénéfices
1935	170.000	0
1936	350.000	180.000
1937	470.000	300.000
1938	500.000	310.000
1939	500.000	310.000
	etc.	etc.

A partir de 1938 le superbénéfice est *considéré* comme décroissant en 11 ans.

La valeur du superbénéfice est donnée par la formule :

$$V = \frac{180.000}{1,09^2} + \frac{300.000}{1,09^3} + \frac{27.272}{1,09^{11} \times 0,09 \times 1,09^4}$$

$$\left(11 \times 1,09^{11} - \frac{1,09^{11} - 1}{0,09} \right)$$

$V = 1.207.000$

Ayant effectué ce travail, l'expert est en possession de trois valeurs de l'entreprise :

- 1° Une valeur minimum (valeur de crise) .. 1.822.000
- 2° Une valeur maximum (valeur d'avant-crise) 3.806.000
- 3° Une valeur basée sur l'hypothèse d'une
reprise des affaires au cours des années à venir 2.207.000

L'expert, après avoir soumis son travail aux parties et avoir reçu leur accord, fait remarquer que l'affaire est solide et, sauf imprévu, pourrait supporter encore plusieurs années de dépression économique. La valeur minimum n'est donc probablement pas exagérée; au contraire, la valeur maximum est purement théorique; enfin, la troisième valeur présente des caractères de vraisemblance, mais non de certitude.

L'expert propose donc aux héritiers la solution suivante :

a) Procéder à un partage immédiat sur la base de la valeur minimum, la somme à partager s'élevant à : $1.500.000 + 1.822.000 = 3.322.000$, M. Z. recevant 1.500.000 francs de titres, plus une soulte en espèces de 161.000 francs.

b) Si, d'ici 5 ans, la courbe des bénéfices s'est relevée et a atteint pendant une de ces cinq années le chiffre de 400.000 francs (bénéfice de 1929), M. Y. versera à son frère suivant des modalités à convenir une somme de 192.500 francs correspondant au complément de soulte qu'il aurait dû régler si la valeur de l'entreprise avait été fixée à 2.207.000 francs.

II. METHODE INDIRECTE

FONDATION DE SOCIÉTÉ AVEC APPORT D'UNE ENTREPRISE INDUSTRIELLE¹.

Le bilan de la maison A au 31 décembre 1931 est le suivant :

Actif		Passif	
Terrains	551.681	Créditeurs divers	605.222
Immeubles	1.203.102	Banques	144.581
Matériel	598.900	Capital	5.962.723
Approvisionnement- ments	181.761		
Marchandises ..	2.390.679		
Caisse, banques.	243.252		
Participations .	496.307		
Débiteurs divers	1.046.844		
	6.712.526		6.712.526

Voici les comptes de Pertes et Profits des trois dernières années :

PERTES ET PROFITS 1929.

Frais généraux .	1.141.171	Bénéfice brut.....	2.028.573
Amortissements.	120.180	Loyers perçus...	49.000
Intérêts	28.340	Goupons	30.640
Bénéfice net....	818.522		
	2.108.213		2.108.213

Le capital ayant travaillé en 1929 s'est élevé en moyenne à 5.220.000 francs.

1. La technique suivie en l'espèce est empruntée au professeur Schmalenbach : *Finanzierungen*, tome 1^{er}, 5^e éd., pages 194 à 210, avec adaptation aux conditions françaises.

PERTES ET PROFITS 1930.

Frais généraux .	1.092.325	Bénéfice brut....	2.112.808
Amortissements.	129.200	Loyers perçus...	49.000
Intérêts	21.152	Goupons	21.510
Bénéfice net....	940.641		
	<u>2.183.318</u>		<u>2.183.318</u>

Le capital ayant travaillé en 1930 s'est élevé en moyenne à 5.572.000 francs.

PERTES ET PROFITS 1931.

Frais généraux .	1.071.134	Bénéfice brut	2.063.882
Amortissements.	131.641	Loyers perçus...	49.000
Intérêts	25.213	Goupons	11.213
Bénéfice net....	896.107		
	<u>2.124.095</u>		<u>2.124.095</u>

Le capital ayant travaillé en 1931 s'est élevé en moyenne à 5.650.000 francs.

Les comptes ont été vérifiés et reconnus exacts.

On admet que les bénéfices varient principalement en fonction du capital investi (voir page 127). Il faut donc tenir compte de la consistance du capital moyen :

<i>Années</i>	<i>Bénéfices</i>	<i>Capital moyen</i>
1929	818.522	5.220.000
1930	940.641	5.572.000
1931	896.107	5.650.000
	<u>2.655.270</u>	<u>16.442.000</u>

$$\frac{2.655.270}{16.442.000} = \frac{\text{Bénéfice moyen}}{5.962.723}$$

$$\text{Bénéfice moyen} = 962.938$$

Avant de procéder à la capitalisation, il faut tenir compte compte des frais spéciaux aux Sociétés par actions.

Voici les méthodes qu'indique le *Pr Schmalenbach* :

On recherche dans les cours de Bourse quel est le rendement moyen des actions cotées à la parité. Admettons qu'une action qui sert en moyenne un dividende de 8% soit cotée à la parité (100%). Mais la Société que nous étudions n'est pas encore introduite en Bourse et, pour obtenir le concours d'une banque émettrice, il faut que la capitalisation puisse s'effectuer sur la base d'un taux supérieur, mettons 9%. Si l'on part d'un capital de 1.000.000, il faudra donc que le dividende s'élève à 90.000 fr.

Partant de ces données, on va établir un plan de répartition des bénéfices en traitant le bénéfice comme une inconnue B.

$$\begin{array}{rcl} \text{Bénéfice} & \dots\dots\dots & B \\ & & 5 B \\ \text{Réserve légale (5 \%)} & \dots & \hline & & 100 \end{array}$$

Premier dividende de 5% pour un capital de 1.000.000 soit : 50.000 fr.

10% du surplus au Conseil d'administration :

Reste le superdividende de 40.000 fr.

On pose donc l'équation :

$$B - \frac{5B}{100} - 50.000 - \frac{10 \left(B - \frac{5B}{100} - 50.000 \right)}{100} = 40.000$$

$$B = 99.415,20$$

En dehors des dotations précédentes, il faut tenir compte des charges supplémentaires inhérentes aux Sociétés par actions :

Jetons de présence, frais d'assemblées générales, etc., environ 1,5 % du capital nominal..	15.000 »
Service des coupons et contentieux, environ 4 ‰ du montant net des coupons (90.000 — 14.400) ¹ , ci	302,40
Droit de timbre : 0,05 % du capital nominal (1), ci	500 »
Taxe de mainmorte	4.302,80
Commissaires aux comptes	500 »
	20.605,20

Afin de pouvoir distribuer 9% il faut donc avoir gagné :
 $99.415,20 + 20.605,20 = 120.020,40$, soit 12%.

En outre, il faut tenir compte dans le cas examiné de traitements supplémentaires que nous supposons s'élever à 90.000 fr.

La valeur du bénéfice à capitaliser ressort donc à :
 $962.937 - 90.000 = 872.938$.

Nous allons appliquer à cette dernière somme les formules d'*Auler* et de *Gref*. Comme il s'agit d'une Société par actions et qu'il n'y a pas d'indications contraires, on considérera le bénéfice futur comme constant pendant une durée illimitée; nous venons de fixer le taux de capitalisation à 12%; le calcul de la valeur de remplacement auquel ont procédé les experts a donné les résultats suivants :

	Valeur au Bilan 1931	Valeur expertisée	Différence
Terrains.....	551.681	600.000	48.319
Immeubles	1.203.102	1.350.000	146.898
Matériel.....	598.900	1.200.000	621.100
Approvisionnements et marchandises ..	2.572.440	3.400.000	827.560
Caisse, Banque	243.252	243.252	
Participations.....	496.307	318.000	—178.307
Débiteurs	1.046.844	1.046.844	
	6.712.526	8.178.096	1.465.570

1. Les impôts sont calculés selon les tarifs de 1931.

En outre il faut tenir compte des frais de constitution qu'on peut évaluer dans le cas présent à 4% de la valeur de l'entreprise.

a) *Evaluation d'après la formule d'Auler.*

La valeur de l'entreprise est comprise entre 5.962.723 (valeur comptable) et $\frac{872.938}{0,12} = 7.274.493$ (valeur de capitalisation). On décide d'incorporer au compte Matériel¹ le montant des réserves occultes.

La somme apportée au compte Matériel est de :

$$x - 5.962.723$$

Son amortissement (10%) réduit le bénéfice de :

$$872.938 - 0,10 (x - 5.962.723)$$

Capitalisons à 12% et retranchons les frais de constitution :

$$x = \frac{872.938 - 0,10 (x - 5.962.723)}{0,12} = \frac{4}{100} x$$

$$x = 6.535.654$$

La somme à incorporer au compte Matériel est de :

$$6.535.654 - 5.962.723 = 572.931$$

b) *Evaluation d'après la formule de Gref.*

On supposera qu'une durée de 10 ans est normale pour l'amortissement.

1. Il est peu indiqué de majorer les terrains et immeubles (en raison des droits de mutation fort lourds qu'ils supportent) ou les marchandises (l'existence de réserves occultes dans les marchandises donnera plus de souplesse aux premiers bilans de la nouvelle Société).

Compte tenu des frais de constitution, on a :

$$\begin{aligned}
 V & \left(1 + 0,10 \frac{1 - \frac{1}{1,12^{10}}}{0,12} \right) - \frac{872.938}{0,12} + \\
 & 0,10 \frac{1 - \frac{1}{1,12^{10}}}{0,12} \times 5.962.723 - 0,04 V \\
 V & = 6.631.402
 \end{aligned}$$

La somme à incorporer au poste Fonds de commerce est de :

$$6.631.402 - 5.962.723 = 668.679$$

CONCLUSION GÉNÉRALE

Nous nous sommes efforcé dans cette étude, non pas de découvrir une méthode d'évaluation rigoureuse d'un fonds de commerce ou d'une entreprise, méthode qui n'existe pas, mais d'exposer les procédés analytiques et synthétiques qui permettent à un acheteur de déterminer, dans la mesure du possible, le prix maximum qu'il peut consentir, compte tenu des avantages qu'il espère retirer de son acquisition, des risques encourus et de la situation du marché des fonds.

L'achat d'un fonds constitue un placement de capitaux. Or, toute opération de cette nature, qu'il s'agisse d'acquérir des valeurs mobilières, des terres, des immeubles, une clientèle, est conditionnée, d'un côté, par un coefficient d'appréciation personnelle, variable d'un acheteur à l'autre, d'un autre côté, par une série de données de fait, telles qu'emplacement de l'immeuble, qualité du sol, montant des dividendes, pouvoir d'achat de la clientèle.

Dans tout travail d'estimation, la marche à suivre consiste donc, en premier lieu, à reconnaître les différents éléments susceptibles d'influer sur la valeur de l'objet que l'on se propose d'acquérir. On examinera, par exemple, la solidité d'une construction, les réparations à effectuer, la durée et le prix des baux, etc... Puis l'acheteur, prenant en considération ces éléments, se demandera quel prix il consentirait à payer. Il comparera ensuite ce prix au prix demandé par le vendeur et aussi, s'il est en mesure de le faire, aux prix demandés pour des immeubles analogues. Enfin, quand il aura fixé le montant maximum des sacrifices qu'il est disposé à faire pour enlever l'objet convoité,

ce sont les dispositions du vendeur qui permettront ou non la conclusion du marché.

On affirme, il est vrai, parfois que toute cette procédure compliquée d'évaluation est inutile parce que la loi de l'offre et de la demande est toute-puissante et qu'il est impossible d'acheter un fonds de commerce 100.000 fr. si, au même moment, ce fonds peut trouver preneur pour 150.000 fr. Le fait est incontestable, mais la question est mal posée. Il ne s'agit pas de savoir si l'on *peut* ou non acheter ledit fonds moyennant 100.000 francs. — ce qui serait évidemment impossible — mais si l'on *doit* raisonnablement consacrer 150.000 francs à l'achat d'un fonds, alors que, d'après une estimation sérieuse et raisonnée, on estime qu'il ne vaut que 100.000 francs. En 1928, il était impossible d'acquiescer une action des mines de *Kali Sainte-Thérèse* à un cours inférieur à 20.000 ou 25.000 francs, bien que les bénéfices de cette excellente société ne justifiaient aucunement une telle exagération boursière. Mais les capitalistes réfléchis, même si cette valeur leur convenait, n'étaient nullement forcés de courir un pareil risque. De même, dans une période où, pour des raisons diverses, les prix des fonds de commerce atteignent des niveaux excessifs, rien n'oblige les acquéreurs présomptifs à engager leurs capitaux et leur avenir dans des conditions particulièrement défavorables.

Plutôt que de reprendre une suite onéreuse, ils peuvent avoir tout intérêt à s'abstenir ou à fonder une nouvelle maison et à créer eux-mêmes leur clientèle. La loi de l'offre et de la demande est un fait économique incontestable; mais le libre arbitre est également un fait et un homme d'affaires sérieux doit savoir résister aux emballages collectifs et ne doit pas imiter les moutons de Panurge.

L'achat d'un fonds de commerce est toujours chose grave car une telle opération met généralement en jeu la fortune, l'avenir et l'honneur commercial de l'acheteur. Celui-ci a donc le droit et même le devoir d'examiner avec soin ses futurs atouts. Si l'examen détaillé de la comptabilité de son prédécesseur et si la mise en œuvre de formules, au demeurant élémentaires, de mathématiques financières peu-

vent l'aider, comme nous le croyons, à se former une opinion mieux motivée, nous ne voyons vraiment pas pour quelles raisons il renoncerait à ces utiles moyens d'appréciation.

Avant de monter dans un avion Paris-Londres, les passagers peuvent consulter les cartes météorologiques, puis se décider, en connaissance de cause, à tenter ou non la traversée. Notre modeste travail n'a pas d'autre but que d'enseigner aux hommes d'affaires à « faire le point » avant de s'engager dans ce que les Anglo-Saxons appellent « l'aventure » industrielle ou commerciale.

*
* *

Acheter une entreprise, une clientèle, un achalandage, c'est acheter l'espoir de réaliser des bénéfices futurs, tout comme acheter une action c'est acquérir l'espoir de dividendes ou de plus-values futures. C'est aussi, dans un grand nombre de cas, acheter du temps — le temps n'est-il pas de l'argent ? — puisqu'un commerçant actif, persévérant et disposant de capitaux est fréquemment en mesure de se constituer une clientèle en un certain nombre d'années. C'est pourquoi normalement — et la pratique commerciale en fait foi — l'acheteur d'un fonds ne tient compte à son vendeur que des bénéfices d'un petit nombre d'exercices, et nous avons vu que les meilleurs spécialistes considèrent que la valeur d'un fonds devrait être traitée comme une valeur décroissante, amortissable, en raison même du fait qu'une clientèle nouvelle pourrait être reconstituée par l'acheteur en un certain nombre d'années.

Cependant, nous ne pouvons faire de prévisions portant sur l'avenir qu'en tablant sur le passé. Par suite, en matière d'évaluation de fonds, on est amené à supputer les bénéfices futurs en se basant sur la moyenne des bénéfices réalisés dans le passé. Il ne s'agit pas, bien entendu, de procéder à un calcul mécanique. On doit tenir compte de la *tendance* croissante ou décroissante des résultats, des perspectives favorables ou défavorables de la branche; l'acheteur peut avoir des conceptions personnelles sur les possibilités

d'avenir d'une exploitation mieux gérée, sur l'ouverture de nouveaux rayons, sur le rendement d'une publicité plus intense, etc. Tous ces facteurs peuvent ou doivent être pris en considération. Néanmoins, dans l'ensemble, l'examen des bénéfices antérieurs constitue le terrain le plus solide sur lequel puisse reposer l'évaluation d'une entreprise.

Or, les résultats antérieurs d'une entreprise sont exprimés par sa comptabilité. Mais — *caperto crede Roberto* — beaucoup de comptabilités sont insuffisantes, incomplètes ou mal agencées et fournissent par suite des renseignements inexacts. Il est donc indispensable, quand on se propose d'estimer un fonds, de procéder en premier lieu à une vérification assez détaillée et, éventuellement, à un redressement des comptes, sans oublier, le cas échéant, de réintégrer les amortissements, les impôts, les primes d'assurances, les intérêts dûs, etc. On devra d'ailleurs profiter de cet examen pour calculer, avec le maximum de précision, et compte tenu des mouvements saisonniers et de l'imprévu, le *fonds de roulement* nécessaire pour « faire marcher » l'affaire. Bien des faillites seraient évitées si les acheteurs prenaient cette précaution et s'ils évaluaient avec moins d'optimisme leurs futurs besoins de trésorerie. Or, seule l'analyse comptable peut fournir à cet égard les précisions nécessaires.

Le bénéfice moyen, qui doit servir de base aux calculs d'évaluation, ayant été ainsi déterminé, il reste encore à en retrancher le traitement annuel que l'acheteur désire percevoir pour son travail personnel et celui de sa famille. Il doit en somme se demander : que vaudrait mon travail ou celui de ma femme, de mon fils, si au lieu de nous « mettre à notre compte » nous étions employés chez autrui ? Ce facteur « travail personnel » est d'ailleurs fréquemment délicat à apprécier, notamment dans les périodes de crise, où les situations sont rares. En pareil cas, l'acquéreur pourra être amené à consentir un sacrifice pour trouver un emploi à son activité et à celle des siens. Mais il devra toujours nettement se poser la question, car il arrive, plus fréquemment qu'on ne le croit, que, faute de réflexion, des

commerçants, tout en risquant leurs capitaux, ne gagnent pas davantage que s'ils étaient devenus ou restés employés.

Enfin, tout ce travail préparatoire de déblaiement ayant été effectué, trois questions essentielles restent à trancher : celle du nombre d'années pendant lesquelles l'acheteur restituera au vendeur les bénéfices escomptés de l'affaire — celle de savoir si ces bénéfices seront considérés comme constants ou décroissants — celle enfin du taux de capitalisation applicable à ces bénéfices et qui, logiquement, s'élèvera dans la mesure même où les profits futurs seront considérés comme plus aléatoires. Nous ne reviendrons d'ailleurs plus sur tous ces points qui ont été longuement développés au cours des précédents chapitres.

Ayant ainsi dégagé la « valeur actuelle » des bénéfices futurs, c'est-à-dire le prix qu'il attribue à l'entreprise, l'acheteur est à même de la comparer avec le prix réclamé par son vendeur (il n'oubliera d'ailleurs pas de faire entrer en ligne de compte dans son calcul les frais d'enregistrement qui grèvent de nos jours si lourdement les achats de fonds). Il lui sera alors très utile, pour fixer ses idées, de chercher, en partant des mêmes bases que pour sa propre estimation, à déterminer le taux de capitalisation auquel correspondrait le prix qui lui est demandé. Il lui appartiendra alors, si ce prix dépasse celui qu'il avait considéré comme équitable, de prendre une décision motivée, soit en offrant un prix intermédiaire, soit en renonçant à l'affaire.

En conclusion, les formules très souples que nous suggérons dont les éléments : « rémunération du travail de l'acheteur », « taux de capitalisation », « constance ou variation du bénéfice de base », « nombre d'années » peuvent faire l'objet de combinaisons multiples, n'ont nullement pour objet de déterminer « mathématiquement » cette entité fluide qu'est la valeur d'une entreprise, mais seulement de guider les acheteurs et leurs conseils et de les aider à prendre nettement conscience des éléments d'un problème délicat entre tous. C'est à eux qu'il appartient de savoir ce qu'ils veulent et où ils veulent aller. Quand ils auront fixé leurs idées, nos formules leur en donneront

la traduction chiffrée, tout comme une caisse enregistreuse reporte fidèlement le total des sommes — exactes ou inexactes — qui lui sont confiées.

Nous sommes persuadé, et ce sera notre dernier mot, que bien des déboires seraient épargnés aux négociants et industriels s'ils apportaient à l'achat des entreprises le même soin qu'à la vérification de leurs opérations quotidiennes d'achats ou de ventes. Si notre étude peut leur être de quelque secours à cet égard, elle n'aura pas été rédigée en vain.

Vu : *Le Doyen,*

A. GUILLOIS.

Le Président de la thèse,

L. BAUDIN.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Dijon,

SPENLÉ.

BIBLIOGRAPHIE

- Abdel Kerim.** — *La clientèle commerciale ou les éléments incorporels du fonds de commerce.* Dissertation Lausanne, 1932.
- Angas** (L. L. B.). — « Investment », *L'art des placements*, traduit et adapté par Gaël Fain, Paris, Trémois, 1931.
- Axer** (E.). — *Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen*, Berlin, G. Siemens, 1932.
- Bailly** (L.). — *Défense des actionnaires et finance minière*, Nancy, Sofinest, 1930.
- Bercot** (P.). — *La cession des fonds de commerce au point de vue économique*, thèse, Paris, 1933.
- Bessière** (R.). — *Les notions d'amortissement, de provision et de réserve en matière d'impôt cédulaire sur les B. I. C.*, Paris.
- Bonnefoy** (A.). — *L'achat et la vente des fonds de commerce dans l'économie moderne*, Paris, Rivière, 1924.
— *Le marché des fonds de commerce*, Paris, 1928.
- Buisson** (A.). — *Le statut légal du fonds de commerce*, Paris, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, 1934.
- Cauboue** (P.). — *Traité des opérations financières de banque.* Paris, « Banque », s. d.
- Cendrier** (G.). — *Le Fonds de commerce*, Paris, Dalloz, 1930.
- Charpentier** (J.) et **Hamelin** (J.). — *Traité pratique des Bilans et Inventaires*, Paris, Berger-Levrault, 1933.
- Courbis** (E.). — *La propriété commerciale*, Paris, Sirey, 1926.
- Decugis** (H.). — *Traité pratique des sociétés par actions*, Paris-Sirey, 1920.
- Dicksee** (L. R.) and **Tillyard** (F.). — *Goodwill and Its Treatment in Accounts.* 3 éd., Londres, Gee and Co.
- Dickinson** (A. L.). — *Accounting practice and Procedure*, 2 ed. Londres.
- Dublineau** (E.). — *Traité théorique et pratique de l'enregistrement*, Paris, Sirey, 1925.

- Dumouchel** (A.). — *Etude juridique de la clientèle des fonds de commerce et des professions libérales*, thèse, Paris, 1907.
- Emelina** (L.). — *Essai d'une théorie générale sur la clientèle*, thèse, Montpellier, 1907.
- Faure** (G.). — *Comptabilité générale*, Paris, Masson, 1927.
- Folliet** (Ed.). — *Le Bilan dans les sociétés anonymes au point de vue juridique et fiscal*, Paris, Payot, 1927.
- Kirshman** (J. E.). — *Principles of Investment*, New-York, Mc Graw-Hill, 1933.
- Lyon-Caen** (Ch.) et **Renault** (L.). — *Traité de Droit commercial*, Paris, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, 1925-1929.
- Miniconi** (A.). — *Des fraudes dans les ventes de fonds de commerce*, thèse, Paris, 1914.
- Percerou** (A.). — *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions*, Paris, Rousseau, 1933.
- Parkinson** (H.). — *Scientific Investment*, Londres, Pitman, 1932.
- Quesnot** (L.). — *Administration financière*, Paris, Dunod, 1927.
- Reboud** (P.). — *Précis d'économie politique*, Paris, Dalloz, 1929.
- Retail** (L.). — *L'expertise judiciaire en matière de fonds de commerce et de propriété commerciale*, Paris, Expert, 1929.
- Roche** (G.). — *La Relativité des Bilans*, Paris, Sirey, 1932.
- Rose** (D. C.). — *A scientific Approach to Investment Management*, Harper and Brothers, 5^e éd.
- Rosier** (C.). — « *Tous nos impôts* », Paris, Annales commerciales juridiques et fiscales, 1926.
- Schmalenbach** (E.). — *Finanzierungen*, Leipzig, Glöckner, 1932.
- Thaller** (T.) et **Percerou** (J.). — *Traité élémentaire de Droit commercial*, Rousseau, 1925.
- Yang** (J. M.). — *Goodwill and Other Intangibles*, New-York, Ronald Press Cy, 1927.

Revues.

- Annales de Droit commercial*, Paris.
- The Annalist*, New-York.
- Die Bank*, Berlin.
- Mon Bureau*, Paris.
- Journal Officiel*, Paris.
- Technick und Wirtschaft*, Berlin.

ANNEXE I

Démonstration algébrique des Formules

Valeur actuelle de n annuités constantes

Soit A une somme placée à intérêts composés pendant n années, à un taux t .

A la fin de la première année, cette somme A aura rapporté un intérêt égal à At . Au début de la seconde année, la somme placée sera donc devenue : $A + At = A(1 + t)$.

A la fin de la seconde année, la nouvelle somme : $A(1 + t)$ aura rapporté un intérêt égal à : $A(1 + t)t$. Au début de la troisième année la somme placée sera donc égale à : $A(1 + t) + A(1 + t)t$, ou encore, en mettant $A(1 + t)$ en facteur commun : $A(1 + t)(1 + t)$, et finalement : $A(1 + t)^2$.

On voit aisément qu'au cours des années suivantes la somme placée à intérêts composés deviendra au dernier jour de chaque année : $A(1 + t)^3$, $A(1 + t)^4$, ..., $A(1 + t)^n$

Posons :

$$\begin{aligned}C_1 &= A(1 + t) \\C_2 &= A(1 + t)^2 \\&\dots\dots\dots \\C^n &= A(1 + t)^n\end{aligned}$$

C_1 , C_2 , ... C_n sont égaux à A placé à intérêts composés pendant 1, 2, ... n années. Si nous voulons connaître la valeur d'une somme inconnue A qui, placée à intérêts composés pendant 1, 2 ou n années, serait égale à C_1 , C_2 ou C^n , il suffit donc de diviser

C_1 , C_2 ou C_n respectivement par $(1 + i)$, $(1 + i)^2$, $(1 + i)^n$.
On pose donc :

$$A = \frac{C_1}{(1 + i)}$$

$$A = \frac{C_2}{(1 + i)^2}$$

$$A = \frac{C_n}{(1 + i)^n}$$

et l'on dit que A est la *valeur actuelle* d'une somme C_1 à échéance d'un an, d'une somme C_2 à échéance de deux ans, d'une somme C_n à échéance de n ans.

Pour simplifier, posons : $(1 + i) = u$.

Soit B_1 , B_2 , ... B^n , des bénéfices qui doivent être réalisés au bout de 1, 2, ... n années; soit L la valeur de liquidation qu'on retirera des éléments corporels à la fin de l'année n , supposée la dernière de l'existence de l'entreprise; soit v_1 , v_2 , ... v^n , v'_n la valeur actuelle recherchée de chacune des sommes précédentes; on a :

$$v_1 = \frac{B_1}{u}$$

$$v_2 = \frac{B_2}{u^2}$$

$$\dots\dots\dots$$

$$v_n = \frac{B^n}{u^n}$$

$$v'_n = \frac{L}{u^n}$$

$$\text{Totalisons : } \Sigma v \text{ (ou } V) = \frac{B_1}{u} + \frac{B_2}{u^2} + \dots + \frac{B_n}{u^n} + \frac{L}{u^n}$$

Si $B_1 = B_2 = \dots = B_n$, il faudra calculer isolément chacun des termes du second membre. Mais si nous supposons que $B_1 = B_2 = \dots = B_n = b$, on peut simplifier l'égalité précédente.

On a :

$$V = \frac{b}{u} + \frac{b}{u^2} + \dots + \frac{b}{u^n} + \frac{L}{u^n}$$

ou encore en mettant $\frac{b}{u^n}$ en facteur commun :

$$V = \frac{b}{u^n} (1 + u + u^2 + \dots + u^{n-2} + u^{n-1}) + \frac{L}{u^n}$$

Les termes entre parenthèses représentent la somme d'une progression géométrique de raison u ; on peut donc écrire :

$$V = \frac{b}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{u - 1} \right) + \frac{L}{u^n}$$

ou :

$$V = \frac{b}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) + \frac{L}{u^n}$$

ou finalement :

$$V = \frac{b}{t} - \frac{\frac{b}{t} - L}{u^n}$$

Cas particuliers.

1° Il ne subsistera pas de solde de liquidation à la fin de l'entreprise. Dans ce cas L est nul et l'on a :

$$V = \frac{b}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right)$$

2° L'entreprise doit durer indéfiniment. Dans cette hypothèse n , et par suite u^n , tend vers l'infini et $\frac{\frac{b}{t} - L}{u^n}$ tend vers zéro.

On a donc :

$$V = \frac{b}{t}$$

3° La valeur de liquidation est supposée égale à la valeur actuelle de l'entreprise. On a :

$$V = \frac{b}{i} - \frac{\frac{b}{i} - V}{u^n}$$

$$V = \frac{V}{u^n} = \frac{b}{i} - \frac{\frac{b}{i}}{u^n}$$

$$V \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) = \frac{b}{i} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right)$$

et finalement, comme dans le cas précédent :

$$V = \frac{b}{i}$$

2. Valeur actuelle de n annuités en progression arithmétique.

Soit a , la première annuité; β , la variation annuelle; i , le taux.

On a :

$$V = \frac{a}{u} + \frac{a + \beta}{u^2} + \dots + \frac{a + (n-2)\beta}{u^{n-1}} + \frac{a + (n-1)\beta}{u^n}$$

ou encore, en groupant les a et les β :

$$[1] V = \left(\frac{a}{u} + \frac{a}{u^2} + \dots + \frac{a}{u^{n-1}} + \frac{a}{u^n} \right) + \left(\frac{\beta}{u^2} + \frac{2\beta}{u^3} + \dots + \dots + \frac{(n-2)\beta}{u^{n-1}} + \frac{(n-1)\beta}{u^n} \right)$$

Les termes en a correspondent à la valeur actuelle d'une suite d'annuités constantes, leur valeur est donc égale comme on l'a vu précédemment, à :

$$\frac{a}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{i} \right)$$

Posons :

$$X = \left(\frac{\beta}{u^2} + \frac{2\beta}{u^3} + \dots + \frac{(n-2)\beta}{u^{n-1}} + \frac{(n-1)\beta}{u^n} \right)$$

Mettons $\frac{\beta}{u^n}$ en facteur commun :

$$[a] \text{ X } = \frac{\beta}{u^n} \left((n-1) + (n-2)u + \dots + 2u^{n-3} + u^{n-2} \right)$$

Multiplions les deux membres de l'égalité précédente par u :

$$[b] \text{ X } u = \frac{\beta}{u^n} \left((n-1)u + (n-2)u^2 + \dots + 2u^{n-2} + u^{n-1} \right)$$

Retranchons [a] de [b] :

$$\text{X } u - \text{X } = \frac{\beta}{u^n} \left(-n + 1 + u + u^2 + \dots + u^{n-1} + \cancel{u^{n-2}} \right)$$

Les termes que nous avons soulignés forment une progression géométrique de raison u , leur somme est donc égale à : $\frac{u^n - 1}{u - 1}$, et l'on peut écrire :

$$\text{X } (n-1) = \frac{\beta}{u^n} \left(-n + \frac{u^n - 1}{u - 1} \right)$$

ou encore :

$$\text{X } = \frac{\beta}{u^n \times t} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) - \frac{\beta n}{u^n \times t}$$

Remplaçons dans l'équation [1] les deux suites en a et en β par les valeurs que nous venons de déterminer, il vient :

$$\text{V } = \frac{a}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) + \frac{\beta}{u^n t} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) - \frac{\beta n}{u^n t}$$

Ajoutons et retranchons simultanément $\frac{\beta n}{t}$:

$$\text{V } = \frac{a}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) + \frac{\beta}{u^n t} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) - \frac{\beta n}{u^n t} + \frac{\beta n}{t} - \frac{\beta n}{t}$$

$$\text{Mais : } -\frac{\beta n}{u^n t} + \frac{\beta n}{t} = \frac{\beta n}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) = \frac{\beta n}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right)$$

On peut donc écrire, en mettant $\frac{1}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right)$ en facteur commun :

$$\text{V } = \frac{1}{u^n} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) \left(a + \frac{\beta}{t} + \beta n \right) - \frac{\beta n}{t}$$

ou encore :

$$V = \frac{1}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) \left(a + \frac{\beta}{t} + \beta n \right) - \frac{\beta' n}{t}$$

Remarque I : Cette formule s'applique que les annuités soient croissantes ou décroissantes. Dans la seconde hypothèse β est une valeur négative : $-\beta'$, et la formule devient :

$$V = \frac{1}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) \left(a - \frac{\beta'}{t} - \beta' n \right) + \frac{\beta' n}{t}$$

Remarque II : Dans le cas de bénéfices croissants la formule, se simplifie quand $a = \beta$ (bénéfice initial doublant, triplant, etc., chaque année). En effet, on a :

$$V = \frac{1}{u^n t} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) \left(\beta - \frac{\beta}{t} + \beta n \right) - \frac{\beta n}{t}$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left(\left(\frac{u^n - 1}{t} \right) \left(1 + \frac{1}{t} - n \right) - nu^n \right)$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left(\left(u^n + \frac{u^n}{t} + nu^n - 1 - \frac{1}{t} - n - nu^n \right) \right)$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left((u^n - 1) + \left(\frac{u^n}{t} - \frac{1}{t} \right) - n \right)$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left((u^n - 1) \left(1 - \frac{1}{t} \right) - n \right)$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left(u^n - 1 - \frac{u}{t} - n \right)$$

Si les bénéfices sont décroissants et qu'on pose : $a = n\beta'$; c'est-à-dire si l'on suppose qu'au bout de n années les bénéfices, ayant diminué chaque année de β' auront disparu, on obtient également une formule simplifiée :

$$V = \frac{1}{u^n t} \left(\frac{u^n - 1}{t} \right) \left(n\beta' - \frac{\beta'}{t} - \beta' n \right) + \frac{\beta' n}{t}$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left((u^n - 1) \left(-\frac{1}{t} \right) + nu^n \right)$$

$$V = \frac{\beta}{u^n t} \left(nu^n - \frac{u^n - 1}{t} \right)$$

Principales formules d'évaluation

Valeur de capitalisation de bénéfices constants :

Entreprise à durée illimitée : $V = \frac{b}{t}$

— — limitée : $V = \frac{b}{t} \left(1 - \frac{\frac{b}{t}}{u^n} \right)$

— avec valeur de liquidation : $V = \frac{b}{t} \left(1 - \frac{\frac{b}{t} - L}{u^n} \right)$

Valeur de capitalisation de bénéfices décroissants (a).

$$V = \frac{1}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) \left(a - \frac{\beta}{t} - \beta n \right) + \frac{\beta n}{t}$$

Valeur de capitalisation de bénéfices croissants (b).

$$V = \frac{1}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) \left(a + \frac{\beta}{t} + \beta n \right) - \frac{\beta n}{t}$$

Amortissement de la valeur du fonds de commerce :

$$V \left(1 - \frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{\beta u^n} \right) \right) = F$$

Cette formule est dérivée de la formule de *Gref* :

$$V \left(1 - \frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{\beta u^n} \right) \right) = \frac{b}{t} + \frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{u^n} \right) C$$

(a) Si $a = n\beta$:

$$V = \frac{\beta}{u^n l} \left(nu^n - \frac{u^n - 1}{l} \right)$$

Annexe I

(b) Si $a = \beta$

$$V = \frac{\beta}{u^n l} \left([u^n - 1] \frac{u}{l} - n \right)$$

Annexe I

ANNEXE II

TABLES

VALEURS DE U^n

Années	Taux				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	1,050	1,060	1,070	1,080	1,090
2	1,103	1,124	1,145	1,166	1,188
3	1,158	1,191	1,225	1,260	1,295
4	1,216	1,262	1,311	1,360	1,412
5	1,276	1,338	1,403	1,469	1,539
6	1,340	1,419	1,501	1,587	1,677
7	1,407	1,504	1,606	1,714	1,828
8	1,477	1,594	1,718	1,851	1,993
9	1,551	1,689	1,838	1,999	2,172
10	1,629	1,791	1,967	2,159	2,367
11	1,710	1,898	2,105	2,332	2,580
12	1,796	2,012	2,252	2,518	2,813
13	1,886	2,133	2,410	2,720	3,066
14	1,980	2,261	2,579	2,937	3,342
15	2,079	2,397	2,759	3,172	3,642
16	2,183	2,540	2,952	3,426	3,970
17	2,292	2,693	3,159	3,700	4,328
18	2,407	2,854	3,380	3,996	4,717
19	2,527	3,025	3,617	4,316	5,142

VALEURS DE U^n

Années	Taux				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
20	2,653	3,207	3,870	4,661	5,604
21	2,786	3,400	4,141	5,034	6,109
22	2,925	3,604	4,430	5,437	6,659
23	3,072	3,820	4,741	5,871	7,258
24	3,225	4,049	5,072	6,341	7,911
25	3,386	4,292	5,427	6,848	8,623
26	3,556	4,549	5,807	7,396	9,399
27	3,773	4,822	6,214	7,988	10,245
28	3,920	5,112	6,649	8,627	11,167
29	4,116	5,418	7,114	9,317	12,172
30	4,322	5,743	7,612	10,063	13,268
35	5,516	7,686	10,677	14,785	20,414
40	7,040	10,286	14,974	21,725	31,409
45	8,985	13,765	21,002	31,920	48,237
50	11,467	18,420	29,457	46,902	74,358
55	14,636	24,650	41,315	68,914	114,408
60	18,679	32,988	57,946	101,257	176,031
65	23,840	44,145	81,273	148,780	270,846
70	30,426	59,076	113,989	218,606	416,730
80	49,561	105,796	224,234	471,955	986,552
90	80,730	189,465	441,103	1,018,915	2,335,527
100	131,501	339,302	867,716	,	,

VALEURS DE Uⁿ

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
1	1,100	1,110	1,120	1,130	1,140
2	1,210	1,232	1,254	1,277	1,300
3	1,331	1,368	1,405	1,443	1,482
4	1,464	1,518	1,574	1,630	1,689
5	1,611	1,682	1,762	1,842	1,925
6	1,772	1,870	1,974	2,082	2,195
7	1,949	2,070	2,211	2,353	2,502
8	2,143	2,305	2,476	2,658	2,853
9	2,358	2,558	2,773	2,994	3,252
10	2,594	2,839	3,106	3,395	3,707
11	2,853	3,152	3,479	3,836	4,226
12	3,138	3,498	3,890	4,335	4,818
13	3,452	3,883	4,363	4,898	5,492
14	3,797	4,310	4,887	5,535	6,261
15	4,177	4,785	5,474	6,254	7,138
16	4,595	5,311	6,130	7,067	8,137
17	5,054	5,895	6,866	7,986	9,276
18	5,560	6,544	7,690	9,024	10,575
19	6,116	7,263	8,613	10,197	12,056
20	6,727	8,062	9,646	11,523	13,743
21	7,400	8,949	10,804	13,021	15,668
22	8,140	9,934	12,100	14,714	17,861
23	8,954	11,026	13,552	16,627	20,362
24	9,850	12,239	15,179	18,788	23,212
25	10,835	13,585	17,000	21,230	26,462

VALEURS DE Uⁿ

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
26	11,918	15,080	19,040	23,991	30,167
27	13,110	16,739	21,325	27,109	34,390
28	14,421	18,580	23,884	30,633	39,204
29	15,863	20,624	26,750	34,616	44,693
30	17,449	22,892	29,960	39,116	50,950
35	28,102	38,575	52,800	72,069	98,100
40	45,259	65,001	93,051	132,782	188,884
45	72,890	109,530	163,988	244,641	363,679
50	117,391	184,565	289,002	450,736	700,233
55	189,059	311,002	509,321	830,452	1.348,239
60	304,482	524,057	897,597	1.530,053	»
65	490,371	883,067	1.581,872	»	»
70	789,747	1.488,019	»	»	»
80	2.048,400	»	»	»	»

VALEURS DE Uⁿ

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
1	1,150	1,160	1,170	1,180	1,190	1,200
2	1,323	1,346	1,369	1,392	1,416	1,440
3	1,521	1,561	1,602	1,643	1,685	1,728
4	1,749	1,811	1,874	1,939	2,005	2,074
5	2,011	2,100	2,192	2,288	2,386	2,488
6	2,313	2,436	2,565	2,700	2,840	2,986
7	2,660	2,826	3,001	3,185	3,379	3,583

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
8	3,059	3,278	3,511	3,759	4,021	4,300
9	3,518	3,803	4,108	4,435	4,785	5,160
10	4,046	4,411	4,807	5,234	5,695	6,192
11	4,652	5,117	5,624	6,176	6,777	7,430
12	5,350	5,936	6,580	7,288	8,064	8,916
13	6,153	6,886	7,699	8,599	9,596	10,699
14	7,076	7,988	9,007	10,147	11,420	12,839
15	8,137	9,266	10,539	11,974	13,590	15,407
16	9,358	10,748	12,330	14,129	16,172	18,488
17	10,761	12,468	14,426	16,672	19,244	22,186
18	12,375	14,463	16,879	19,673	22,901	26,623
19	14,232	16,777	19,748	23,214	27,252	31,948
20	16,367	19,461	23,106	27,393	32,429	38,338
21	18,822	22,574	27,034	32,324	38,591	46,005
22	21,645	26,186	31,629	38,142	45,923	55,206
23	24,891	30,376	37,006	45,008	54,649	66,247
24	28,625	35,236	43,297	53,109	65,032	79,497
25	32,919	40,874	50,658	62,669	77,388	95,396
26	37,857	47,414	59,270	73,949	92,092	114,475
27	43,535	55,000	69,345	87,260	109,589	137,371
28	50,066	63,800	81,134	102,967	130,411	164,845
29	57,575	74,009	94,927	121,501	155,189	197,814
30	66,212	85,850	111,065	143,371	184,675	237,376
35	133,176	180,314	243,503	327,997	440,701	591,668
40	267,864	378,721	533,869	750,379	1,051,668	1,469,772
45	538,769	795,444	1,170,479	1,716,684	»	»
50	1,083,657	1,670,504	»	»	»	»

VALEURS de $\frac{1}{U^n}$

Années	Taux				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917
2	0,907	0,890	0,873	0,857	0,842
3	0,864	0,840	0,816	0,794	0,772
4	0,823	0,792	0,763	0,735	0,708
5	0,784	0,747	0,713	0,681	0,650
6	0,746	0,705	0,666	0,630	0,596
7	0,711	0,665	0,623	0,583	0,547
8	0,677	0,627	0,582	0,540	0,502
9	0,645	0,592	0,544	0,500	0,460
10	0,614	0,558	0,508	0,463	0,422
11	0,585	0,527	0,475	0,429	0,388
12	0,557	0,497	0,444	0,397	0,356
13	0,530	0,469	0,415	0,368	0,326
14	0,505	0,442	0,388	0,340	0,299
15	0,481	0,417	0,362	0,315	0,275
16	0,458	0,394	0,339	0,292	0,252
17	0,436	0,371	0,317	0,270	0,231
18	0,416	0,350	0,296	0,250	0,212
19	0,396	0,331	0,277	0,232	0,194
20	0,377	0,312	0,258	0,215	0,178
21	0,359	0,294	0,242	0,199	0,164
22	0,342	0,278	0,226	0,184	0,150

VALEURS DE $\frac{1}{U_n}$

Années	Taux				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
23	0,326	0,262	0,211	0,170	0,138
24	0,310	0,247	0,197	0,158	0,126
25	0,295	0,233	0,184	0,146	0,116
26	0,281	0,220	0,172	0,135	0,106
27	0,268	0,207	0,161	0,125	0,098
28	0,255	0,196	0,150	0,116	0,090
29	0,243	0,185	0,141	0,107	0,082
30	0,231	0,174	0,131	0,099	0,075
35	0,181	0,130	0,094	0,068	0,049
40	0,142	0,097	0,067	0,046	0,032
45	0,111	0,073	0,048	0,031	0,021
50	0,087	0,054	0,034	0,021	0,013
55	0,068	0,041	0,024	0,015	0,009
60	0,054	0,030	0,017	0,010	0,006
65	0,042	0,023	0,012	0,007	0,004
70	0,033	0,017	0,009	0,005	0,002
80	0,020	0,009	0,004	0,002	0,001
90	0,012	0,005	0,002	0,001	"
100	0,008	0,003	0,001	"	"

VALEURS DE $\frac{1}{U^n}$

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
1	0,909	0,901	0,893	0,885	0,877
2	0,826	0,812	0,797	0,783	0,769
3	0,751	0,731	0,712	0,693	0,675
4	0,683	0,659	0,636	0,613	0,592
5	0,621	0,593	0,567	0,543	0,519
6	0,564	0,535	0,507	0,480	0,456
7	0,513	0,482	0,452	0,425	0,400
8	0,467	0,434	0,404	0,376	0,351
9	0,424	0,391	0,361	0,333	0,308
10	0,386	0,352	0,322	0,295	0,270
11	0,350	0,317	0,287	0,261	0,237
12	0,319	0,286	0,257	0,231	0,208
13	0,290	0,258	0,229	0,204	0,182
14	0,263	0,232	0,205	0,181	0,160
15	0,239	0,209	0,183	0,160	0,140
16	0,218	0,188	0,163	0,141	0,123
17	0,198	0,170	0,146	0,125	0,108
18	0,180	0,153	0,130	0,111	0,095
19	0,164	0,138	0,116	0,098	0,083
20	0,149	0,124	0,104	0,087	0,073
21	0,135	0,112	0,093	0,077	0,064
22	0,123	0,101	0,083	0,068	0,056
23	0,112	0,091	0,074	0,060	0,049
24	0,102	0,082	0,066	0,053	0,043

VALEURS DE $\frac{1}{U_n}$

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
25	0,092	0,074	0,059	0,047	0,038
26	0,084	0,066	0,053	0,042	0,033
27	0,076	0,060	0,047	0,037	0,029
28	0,069	0,054	0,042	0,033	0,026
29	0,063	0,048	0,037	0,029	0,022
30	0,057	0,044	0,033	0,026	0,020
35	0,036	0,026	0,019	0,014	0,010
40	0,022	0,015	0,011	0,008	0,005
45	0,014	0,009	0,006	0,004	0,003
50	0,009	0,005	0,003	0,002	0,001
55	0,005	0,003	0,002	0,001	0,001
60	0,003	0,002	0,001	0,001	
65	0,002	0,001	0,001	»	»
70	0,001	0,001	»	»	»
80	0,001	»	»	»	»

VALEURS DE $\frac{1}{U_n}$

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
1	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2	0,756	0,743	0,731	0,718	0,706	0,694
3	0,658	0,641	0,624	0,609	0,593	0,579
4	0,572	0,552	0,534	0,516	0,499	0,482
5	0,497	0,476	0,456	0,437	0,419	0,402
6	0,432	0,410	0,390	0,370	0,352	0,335

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
7	0,376	0,354	0,333	0,314	0,296	0,279
8	0,327	0,305	0,285	0,266	0,249	0,233
9	0,284	0,263	0,243	0,225	0,209	0,194
10	0,247	0,227	0,208	0,191	0,176	0,162
11	0,215	0,195	0,178	0,162	0,148	0,135
12	0,187	0,168	0,152	0,137	0,124	0,112
13	0,163	0,145	0,130	0,116	0,104	0,093
14	0,141	0,125	0,111	0,099	0,088	0,078
15	0,123	0,108	0,095	0,084	0,074	0,065
16	0,107	0,093	0,081	0,071	0,062	0,054
17	0,093	0,080	0,069	0,060	0,052	0,045
18	0,081	0,069	0,059	0,051	0,044	0,038
19	0,070	0,060	0,051	0,043	0,037	0,031
20	0,061	0,051	0,043	0,037	0,031	0,026
21	0,053	0,044	0,037	0,031	0,026	0,022
22	0,046	0,038	0,032	0,026	0,022	0,018
23	0,040	0,033	0,027	0,022	0,018	0,015
24	0,035	0,028	0,023	0,019	0,015	0,013
25	0,030	0,024	0,020	0,016	0,013	0,010
26	0,026	0,021	0,017	0,014	0,011	0,009
27	0,023	0,018	0,014	0,011	0,009	0,007
28	0,020	0,016	0,012	0,010	0,008	0,006
29	0,017	0,014	0,011	0,008	0,006	0,005
30	0,015	0,012	0,009	0,007	0,005	0,004
35	0,008	0,006	0,004	0,003	0,002	0,002
40	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001
45	0,002	0,001	0,001	0,001	»	»
50	0,001	0,001	»	»	»	»

VALEURS de $\frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{U^n} \right)$

Années	Taux				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917
2	0,930	0,917	0,904	0,892	0,880
3	0,908	0,891	0,875	0,859	0,844
4	0,886	0,866	0,847	0,828	0,811
5	0,866	0,843	0,810	0,799	0,778
6	0,846	0,820	0,794	0,770	0,748
7	0,827	0,797	0,770	0,744	0,719
8	0,808	0,776	0,746	0,718	0,692
9	0,790	0,756	0,724	0,694	0,666
10	0,772	0,736	0,702	0,671	0,642
11	0,755	0,717	0,682	0,649	0,619
12	0,739	0,699	0,662	0,628	0,597
13	0,723	0,681	0,643	0,608	0,576
14	0,707	0,664	0,625	0,589	0,556
15	0,692	0,647	0,607	0,571	0,537
16	0,677	0,632	0,590	0,553	0,520
17	0,663	0,616	0,574	0,537	0,503
18	0,649	0,602	0,559	0,521	0,486
19	0,636	0,587	0,544	0,505	0,462
20	0,623	0,573	0,530	0,491	0,456
21	0,611	0,561	0,517	0,478	0,442
22	0,598	0,547	0,503	0,464	0,429
23	0,586	0,535	0,490	0,451	0,417
24	0,575	0,523	0,478	0,439	0,404

VALEURS de $\frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{U^n} \right)$

Années	Taux				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
25	0,564	0,511	0,466	0,427	0,393
26	0,553	0,500	0,455	0,416	0,382
27	0,542	0,489	0,444	0,405	0,371
28	0,532	0,479	0,433	0,395	0,361
29	0,522	0,469	0,423	0,385	0,352
30	0,512	0,459	0,414	0,375	0,342
35	0,468	0,414	0,370	0,333	0,302
40	0,429	0,376	0,333	0,298	0,269
45	0,395	0,343	0,302	0,269	0,242
50	0,365	0,315	0,276	0,245	0,219
55	0,339	0,291	0,253	0,224	0,200
60	0,315	0,269	0,234	0,206	0,184
65	0,295	0,251	0,217	0,191	0,170
70	0,276	0,234	0,202	0,178	0,158
80	0,245	0,206	0,178	0,156	0,139
90	0,219	0,184	0,158	0,139	0,123
100	0,198	0,166	0,143	0,125	0,111

VALEURS de $\frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{U^n} \right)$

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
1	0,909	0,904	0,899	0,895	0,891
2	0,868	0,864	0,860	0,856	0,853
3	0,829	0,825	0,821	0,817	0,814

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
4	0,792	0,776	0,759	0,744	0,728
5	0,758	0,739	0,721	0,703	0,687
6	0,726	0,705	0,685	0,666	0,648
7	0,695	0,673	0,652	0,632	0,613
8	0,667	0,643	0,621	0,600	0,580
9	0,640	0,615	0,592	0,570	0,550
10	0,614	0,589	0,565	0,543	0,522
11	0,590	0,564	0,540	0,517	0,496
12	0,568	0,541	0,516	0,493	0,472
13	0,546	0,519	0,494	0,471	0,449
14	0,526	0,499	0,473	0,450	0,429
15	0,507	0,479	0,454	0,431	0,409
16	0,489	0,461	0,436	0,413	0,392
17	0,472	0,444	0,419	0,396	0,375
18	0,456	0,428	0,403	0,380	0,359
19	0,440	0,413	0,388	0,365	0,345
20	0,426	0,398	0,373	0,351	0,331
21	0,412	0,385	0,360	0,338	0,318
22	0,399	0,372	0,347	0,326	0,306
23	0,386	0,359	0,336	0,314	0,295
24	0,374	0,348	0,324	0,303	0,285
25	0,363	0,337	0,314	0,293	0,275
26	0,352	0,326	0,304	0,284	0,266
27	0,342	0,317	0,294	0,274	0,257
28	0,332	0,307	0,285	0,268	0,249
29	0,323	0,298	0,277	0,258	0,241

VALEURS de $\frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{u} \right)$

Années	Taux				
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
30	0,314	0,290	0,269	0,250	0,233
35	0,276	0,253	0,234	0,217	0,202
40	0,244	0,224	0,206	0,191	0,178
45	0,219	0,200	0,184	0,170	0,158
50	0,198	0,181	0,166	0,154	0,143
55	0,180	0,165	0,151	0,140	0,130
60	0,166	0,151	0,139	0,128	0,119
65	0,154	0,140	0,128	0,118	0,110
70	0,143	0,130	0,119	0,110	0,102
80	0,125	0,114	0,104	0,096	0,089
90	0,111	0,101	0,093	0,085	0,079
100	0,100	0,091	0,083	0,077	0,071

VALEURS de $\frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{u} n \right)$

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
1	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2	0,813	0,803	0,793	0,783	0,773	0,764
3	0,761	0,749	0,737	0,725	0,713	0,702
4	0,714	0,700	0,686	0,673	0,660	0,647
5	0,670	0,655	0,640	0,625	0,612	0,598
6	0,631	0,614	0,598	0,583	0,568	0,554
7	0,594	0,577	0,560	0,545	0,529	0,515

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
8	0,561	0,543	0,526	0,510	0,494	0,480
9	0,530	0,512	0,495	0,478	0,463	0,448
10	0,502	0,483	0,466	0,449	0,434	0,419
11	0,476	0,457	0,440	0,423	0,409	0,393
12	0,452	0,433	0,416	0,399	0,384	0,370
13	0,429	0,411	0,394	0,378	0,363	0,349
14	0,409	0,391	0,374	0,358	0,343	0,329
15	0,390	0,372	0,355	0,339	0,325	0,312
16	0,372	0,354	0,338	0,323	0,309	0,296
17	0,356	0,338	0,322	0,307	0,294	0,281
18	0,340	0,323	0,308	0,293	0,280	0,267
19	0,326	0,309	0,294	0,281	0,267	0,255
20	0,313	0,296	0,281	0,268	0,255	0,243
21	0,301	0,285	0,270	0,256	0,244	0,233
22	0,289	0,273	0,259	0,246	0,234	0,223
23	0,278	0,263	0,249	0,236	0,225	0,214
24	0,268	0,253	0,239	0,227	0,216	0,206
25	0,259	0,244	0,231	0,219	0,208	0,198
26	0,250	0,235	0,222	0,211	0,200	0,191
27	0,241	0,227	0,215	0,203	0,193	0,184
28	0,233	0,220	0,207	0,196	0,187	0,177
29	0,226	0,213	0,201	0,190	0,180	0,172
30	0,219	0,206	0,194	0,184	0,174	0,166
35	0,189	0,178	0,167	0,158	0,150	0,143
40	0,166	0,156	0,147	0,139	0,131	0,125
45	0,148	0,139	0,131	0,123	0,117	0,111

Années	Taux					
	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
50	0,133	0,125	0,118	0,111	0,105	0,100
55	0,121	0,114	0,107	0,101	0,096	0,091
60	0,111	0,104	0,098	0,093	0,088	0,083
65	0,103	0,096	0,090	0,085	0,081	0,077
70	0,095	0,089	0,084	0,079	0,075	0,071
80	0,083	0,078	0,074	0,069	0,066	0,063
90	0,074	0,069	0,065	0,062	0,058	0,056
100	0,067	0,063	0,058	0,056	0,053	0,050

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	I
--------------------	---

PREMIERE PARTIE

THEORIES ET METHODES D'EVALUATION

Chapitre premier. — Les éléments du problème.....	7
1. La définition du fonds de commerce et de l'entreprise	7
2. La nature du fonds de commerce.....	10
3. La clientèle et l'achalandage	12
4. Classification des entreprises d'après le degré de stabilité de la clientèle.....	14
5. Les caractéristiques du fonds d'industrie.....	16
I. La nature du fonds d'industrie.....	16
II. L'importance des éléments corporels.....	18
6. La valeur du fonds de commerce.....	19
I. La théorie empirique et la théorie mathématique	20
II. Exemple d'une application de la théorie mathématique (Méthode de M. Retail)	21
III. Critique de la théorie mathématique.....	22
IV. La théorie empirique. Sa critique.....	36
Chapitre II. — Les principes de l'évaluation mathématique..	43
I. Principe fondamental	44
II. Principes de calcul des méthodes mathématiques.	46
1 ^{re} Les éléments de l'entreprise	46
2 ^o L'intérêt composé et la valeur actuelle.....	50
III. La valeur vénale de l'entreprise	58
Chapitre III. — Examen des méthodes employées : méthodes directes	62
1. Les méthodes directes empiriques	62
a) Fixation arbitraire de la valeur du fonds de commerce par les parties.....	62
b) Evaluation d'après le volume de la production ou le chiffre d'affaires	63

TABLE DES MATIÈRES

c. Evaluation sur la base d'un certain nombre d'années de bénéfices.....	65
2. Les méthodes directes mathématiques.....	67
1. Méthode de Manfred Berliner.....	67
2. Méthode de Gustav Müller.....	68
3. Méthode de Friedländer.....	69
4. Méthode du Professeur Auler.....	69
5. Méthode du Professeur Retail.....	70
6. Méthode de M. Leake.....	72
Chapitre IV. — Examen des méthodes employées : méthodes indirectes	77
1. Méthode de Schmalenbach.....	78
2. Méthode de Goedeke.....	81
3. Méthode d'Auler.....	81
4. Méthode de Gref.....	84
5. Formule d'Ayer.....	86
6. Emploi des méthodes précitées.....	88
7. L'évaluation en cas d'inexistence des superbénéfices..	90
8. Méthode de Schnettler	95
Chapitre V. — Conclusion de la première partie	97
 DEUXIEME PARTIE 	
LA TECHNIQUE DE L'EVALUATION	
Chapitre VI. — Détermination du bénéfice moyen.....	100
1. Bénéfice net normal.....	100
2. Moyenne des bénéfices nets.....	109
3. Progressivité et dégressivité des bénéfices.....	114
4. Influence sur le bénéfice des capitaux engagés.....	122
Chapitre VII. — Choix du taux de capitalisation et du nombre d'années	131
I. Taux de capitalisation	131
1. Détermination du taux de base.....	132
2. Majoration du taux de base.....	137
II. Nombre d'années	140
Chapitre VIII. — Classification des entreprises en catégories pour la détermination du facteur taux et du facteur temps ..	142
1. La question du taux	142
2. La question du temps	149
Chapitre IX. — La valeur comptable, le capital moyen engagé, la valeur de remplacement, la valeur liquidative.....	157
Chapitre X. — Evaluation des fonds de commerce en sommeil ..	162
Chapitre XI. — Cas des petites entreprises	167

Chapitre XII. — Les facteurs impondérables	172
1. Les facteurs subjectifs.....	172
2. Les facteurs objectifs.....	174
Chapitre XIII. — Conclusion de la deuxième partie	179

TROISIÈME PARTIE

Chapitre XIV. — Exemples d'application des méthodes rationnelles	183
I Méthode directe.....	183
II. Méthode indirecte.....	192
Conclusion générale	199
Bibliographie	205
<i>Annexe I. — Démonstration algébrique des formules</i>	207
<i>Annexe II. — Table des valeurs de $u^a, \frac{1}{u^a}, \frac{p}{t} \left(1 - \frac{1}{u^a}\right) \dots$</i>	215

Bordeaux. — Imprimerie J. BIÈRE, 18, rue du Peugue. -1935.
